金融投资理财

investment

高盛帝国（下）

全球唯一一部全面讲述高盛百年崛起的企业传记

[美] 查尔斯·埃利斯◎著

卢青 张玲 束宇◎译

揭开高盛集团的神秘面纱，娓娓细数公司多次突围求生由低谷攀高峰，更道出管理高层百年来领导公司冲锋的必胜绝招！

THE PARTNERSHIP

THE MAKING OF GOLDMAN SACHS

中信集团总经理 常振明 中国证监会研究中心主任 祁 斌

中国社会科学院副院长 李 扬 中信证券公司董事长 王东明

中央财经大学校长 王广谦 |联 袂 推 荐|



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:高盛帝国（下）

作者:[美]查尔斯·埃利斯

译者:卢青 张玲 束宇

ISBN:9787508618104

中信出版集团制作发行

高盛

——即便是在巨鳄遍地的华尔街，它也是最耀眼的“明珠”！本书为你展现的就是有着钢铁般意志的高盛帝国最恢弘的篇章……

献给我的孙子、孙女们——杰德、摩根、查尔斯和雷

19 傻子出国记

从伦敦金融城到希思罗机场的出租车费用在20世纪60年代仅为10英镑，当证券交易部的头儿雷·杨和他的合伙人从一辆出租车里出来时，他给了司机100英镑的小费。当时英镑兑美元的汇率是2.8，也就是280美元。杨的行为把与他同行的合伙人吓呆了，他说：“雷，你不能那么干。这不对。”

“怎么了？我在哪里都是这样的啊，在意大利给100里拉，在东京给100日元，在法国给100法郎，反正都给面值100的啊。”

杨可没有想到两种货币之间的汇率差别会这么大，他也根本不知道他刚才给出租车司机的小费相当于英国普通工人6周的工资，而在罗马，以他的标准给的小费100里拉只值16美分。在成为欧洲和亚洲的领先投行以前，高盛还有很多东西需要学习。

厄本·斯坦利·米勒在战前就已经在华尔街工作。由于西德尼·温伯格（Sidney Weinberg）认识他，他从国务院进入了高盛。西德尼·温伯格当时是在招聘国际业务销售人员而不是投行人员。为了获得大宗交易的机会，他每年都会去欧洲两次，目的是见机构投资者。回到纽约之后，他负责领导一些面向欧洲富人进行销售的股票经纪人、一个比利时掉期交易商和几个负责为美股的国际机构投资者服务的美国北方人。当时，如果要打国际长途必须要获得米勒的允许，部分原因是因为话费昂贵，还有部分原因是保护经验不足的工作人员，因为他们很可能会忘掉五六个小时的时差而在极不合适的时间鲁莽地给客户打电话。

米勒很吃惊地发现高盛的午餐中并不提供酒品。这方面他懂得很多：他是来开拓国际业务的，而一般来说，国际访客肯定认

为在类似的午餐中会提供酒品的。如果没有的话，潜在客户可能就不再来了。但是在高盛，确实没有饮酒的闲暇。过了好几天米勒才找到折中的方案：可以提供雪莉酒，但是仅限于他的午餐室。后来，客人们在公司提供的午餐中都能发现雪莉酒，但是高盛的员工一般都不喝，后来还有传言说有一瓶雪莉酒放了很多年。

高盛的国际业务可以追溯到1897年，当时获得了创纪录的4000美元的利润。1903年达到了25万美元，而在1906年达到了顶峰：超过500万美元。在大萧条和“二战”期间，包括高盛在内的大部分美国投行丢掉了它们的国际业务并且关闭了海外办公室。战后，主要的公司如摩根士丹利、第一波士顿公司、雷曼兄弟和库恩·洛布财团在欧洲煤铁行业、日本政府和其他主要机构的重要融资项目中取得领先地位。高盛仍然被高盛交易公司的失误所困，不能成为它们中的一员，它的海外办公室仍然关闭着。

高盛现代意义上的国际化扩张是在朝鲜战争以后缓慢开始的。正如怀特黑德解释的：“其他公司都已经走在我们前面了，它们都设立了海外办公室，高盛却还没有，而且对此也不感兴趣。如果高盛的客户希望在境外进行并购，它会通过另外一家公司通常是在当地的公司，但是有时候也会通过美国的竞争者，例如第一波士顿公司或摩根士丹利。为了保住业务，我们知道我们必须进入国际业务的领域，但是我们的初次尝试，特别是现在回过头来看，在当时是非常失败的。”

查尔斯·萨尔兹曼（Charles Saltzman），在担任美国副国务卿之前曾在纽约证券交易所乔治·马歇尔的手下任职，在以合伙人的身份加入高盛后，他对日本市场很感兴趣，因此每年去东京出差一次。“他很受敬重，但是却从来没有下过单”，怀特黑德观察道。1974年，比尔·布朗从麦肯锡加入高盛，之前他在麦肯锡独自运作东京业务，而在高盛也干了10年。[注]怀特黑德回忆道：“他不太懂投行业务，但是他了解日本。”怀特黑德也很清楚政府的防御性角色，后来在抵御境外金融机构的过程中政府发挥了很大的作用：“日本财政厅总是阻挠我们的交易。它们的阻挠就像美国联邦储备局在美国进行同样的阻挠一样难缠。在英国，

很明显，英格兰银行是我们的首要问题。对于我们想做的事情，它们总是审批很久就像我们的政府对我们的欧洲竞争者一样，在美国从事的业务总是要审批很长时间。”

1969年，西德尼·温伯格和格斯·利维（Gus Levy）将林顿·约翰逊在财政部的秘书（也是罗伊·史密斯的岳父）亨利·福勒（Henry Fowler）引入高盛担任合伙人和高盛国际的主席后，高盛的国际化发展开始加速。小心翼翼地、不过度使用其政府关系的福勒形容他的国际化角色是“比董事差一点，但是比大使强一些”。

高盛在亚洲的发展源于一系列的小机会。1969年，一名来自日兴证券（Nikko Securities）的培训生来到高盛并坐在罗伊·史密斯附近。合伙人弗雷德·克里门达尔（Fred Krinendahl）几年前和日兴在一次发行中有过合作而且关系一直不错，因此当日兴提出希望高盛能够接受一名日兴的员工，让他有机会积累一些经验时，克里门达尔作了相关安排。几个月之后，这个业务员走到史密斯的桌前说：“不好意思，我有点儿事情想说。”

“什么事？”

“我们公司认为你们公司对日本的证券业务推动不够，但是你们的竞争对手却做了不少工作。”

“你为什么跟我说？”

“我没法和克里门达尔先生说，他职位太高了，您一定要告诉他。”

“不过，我对于日本和在那边多开展些业务确实不太了解，也不清楚我们为什么应增加在那里的业务。还有，弗雷德也知道我在这方面不在行。”

日兴的人员理解史密斯所说的问题，然后提供了一个解决方案：“我们会准备一份书面报告，您可以交给克里门达尔先生。”

报告写出来之后，在日兴的员工之间被反复修改了很多次，然后史密斯带着报告去见克里门达尔，他说：“日兴准备了这份报告，主要内容是关于他们为什么认为我们应该在日本开发更多业务，并要我给你拿过来，你可以看看是不是要读。”

这份报告给克里门达尔留下了深刻的印象。几个月之后，他把史密斯叫到办公室说：“因为你对日本有很强烈的兴趣（这对于史密斯来说也是新闻），管理委员会决定让你去日本待一段时间，看看我们是不是可以在那里开发点业务。亨利·福勒和查尔斯·萨尔兹曼会和你一起去打开那里的大门。”

后来，史密斯回忆道：“一开始，是他们陪我出差，但是到后面就反过来了，变成我陪他们出差了。1969年那趟为期3周的出差，我们在日本与上百家不同的公司领导者会面。”

那个时候日本还没有太多投行或者证券业务，但是高盛的竞争者们都在积极地以某种方式打开局面——寻找可以做的业务，当然，如果高盛把该做的做了也会有业务。在第一次日本之旅回来之后，史密斯被告知“因为你有很强烈的兴趣以及你对日本市场的认识和专业技巧，我们决定派你去日本，但是在这个重要的职责上花的时间请不要超过你工作时间的1/4”。

在接下来的几年里，史密斯每年去日本5次，每次待2~3周。他的主要工作还是在纽约，为约翰·温伯格（John Weinberg）的客户服务。他在日本的“办公室”就是酒店客房，他给那些公司、银行和证券行打电话时都没有翻译。“大多数公司都有说英语的人或者翻译，但是我们都没有，这使我们的会议效果大打折扣。日本最大的4家证券公司把持着所有的业务，所有的外资公司都要去敲它们的门。” 史密斯回忆道：“竞争非常激烈。”

有一天，约翰·温伯格可能觉得史密斯在日本待的时间太长了，就和往常一样很粗鲁地说：“别占着鸡窝不下蛋。”所以，1971年，史密斯将所有的时间都放在日本市场的开发上了。

各家竞争公司的关系网都依靠日本券商的引荐，但是史密斯

知道这些引荐的结果通常都是和那些“重要人物”毫无意义的会见。“我觉得能让日本人觉得我是来自纽约的、有头脑和有好点子的人更好，这样他们会来见我，而我也可以玩‘你认识谁’的把戏，亨利·福勒被提及过无数次。”史密斯通过他早前建立的联系与高管们见面，他回忆道：“我们发出了很多信。”

早期发展的日子并不容易，有些困难是显而易见的。比如，与西方用字母的排序来排列建筑物的门牌号码不同，东京的建筑物是根据其修建年代进行编号的。在一次又一次迷路之后，史密斯不得不找了一个会说一点英语的出租车司机。语言是个大问题。在一开始的电话销售中，史密斯会说：“谢谢您和我见面。我来自高盛（Goldman Sachs）。”——他并不知道“zachs”的发音在日语里是安全套的意思。

史密斯决定不在日本生活，因为他相信，如果他不以纽约为基地，并与那里的合伙人搞好关系后再带着最新鲜的主意回到日本，他所有的开拓努力都将白费。“如果我在东京待着，和公司的关键人物失去联系，我们在日本的业务永远不会被纽约的管理委员会所接受，因为在纽约的人都认为日本的业务就是垃圾债券业务。”

为拥有300年历史的三井公司发行商业票据的项目可以看做他们在日本业务的突破点。但是美国的商业票据市场不接受日本的票据。史密斯的解决方案是安排美国的银行提供备用信用证，这是能够为投资者提供发行人信用保障的创新。在三井公司的票据得到美国市场的接纳之后，史密斯奔走于所有他认识的日本大企业，“这是向大家展示这个成本低廉的通过发行商业票据进行融资的方法的好机会，”并且努力让其他几个日本企业发行了美国商业票据。他回忆道：“那是一个难得的机遇，我们想尽了一切办法。”一年后，高盛为三井发行了可转债券，这极大地提升了高盛在日本的地位。

高盛最早做的股权上市业务是华歌尔（Wacoal）——一家内衣生产商。史密斯指出华歌尔是世界上生产胸罩最多的厂家。这对纽约人来说非常新鲜，因为日本女人一向没有美国女人看起

来那么“丰满”。

约翰·温伯格问道：“这东西你想卖给谁呢？”

史密斯回答道：“机构。”

温伯格笑着说：“那你可得好好解释一下了。”

华歌尔希望能够确认公司股票的发行会得到高盛在后市的支持。正如史密斯后来解释的：“在我们获得业务之前，我们不得不保证承销会非常成功，而当我们获得业务之后，我们就仔细研究数据以找出成功承销的方法。”那次交易非常成功而且利润丰厚。

高盛在伦敦的第一个办公室是由鲍威尔·卡伯特（Powell Cobot）在20世纪70年代设立的，鲍威尔·卡伯特是西德尼·温伯格的好朋友保罗·卡伯特的儿子。后来萨珀·西曼接了他的班。萨珀是荷兰人来自华宝（S.G.Warburg），他将办公室的规模扩大了，人数发展到20多人。1970年，刚刚当上合伙人的迈克尔·考尔斯被派到伦敦当主管,他希望将所有的国际业务并为一体。史密斯回忆道：“没有人告诉我们该怎么办，也没有人监督我们工作。我们在别人的视线和考虑之外，自由地决定自己该干什么。我给好多人打电话介绍我自己和我们公司。”

由于高盛在伦敦的企业界几乎没有什么名气，所以它必须有极其“尖端的”产品才能挤入市场。“幸好我们有商业票据那样的产品，”怀特黑德回忆道，“我们独特的产品让我们能有一个良好的开端。”商业票据业务当时在伦敦还不为人知，在欧洲大陆也没有这样的产品。作为美国领先的商业票据交易商，高盛能够发售非常与众不同的产品。通过使用商业票据，大型企业能够用比银行商业贷款低得多的利率提高营运资本。就如怀特黑德解释的：“在欧洲，商业票据最大的突破就是法国电力在70年代早期（通过高盛）成为主要发行商。”

怀特黑德试图使商业票据在刚刚起步的国际业务中发挥领导作用，他回忆道：“我每年都会去伦敦两三次，并且会去欧洲出差。与我们投行组的人待上一整天，包括特德·博茨、让–查尔斯·夏庞蒂埃和鲍勃·汉伯格。很自然，他们那时候都时刻准备着开展业务。我并不是一直四处寻找发行商业票据的机会。我也在观察我们还能卖点什么其他东西。”

10年之后，在继续日本的工作的同时，罗伊·史密斯被派往欧洲，当时吉恩·阿特金森成为东京办公室的主管。在3年时间里，在东京工作的史密斯每个月都需要去伦敦待一周。当时伦敦有60多名员工，大多数是证券销售人员，办公室设在维多利亚女皇街上的一幢大楼里，那里也是芝加哥的伊利诺伊州大陆国民银行的代表处所在地。注英国最主要的银行业监管机构——英格兰银行坚持所有大银行和交易商都应该在伦敦金融城能够步行走到的地方办公，不过高盛并没有被认为是主要的大券商，因此也没有被要求在“平方公里”注办公。

在玛格丽特·撒切尔1979年废除外汇管制之前，英国投资者对投资美国股票都十分谨慎，所以交易量也很小。实际上投资者在购买美国股票时有4个层面的不确定性：

- 该公司业务如何？
- 该公司在纽约证券交易所的价格如何？
- 美元对英镑的汇率会如何变化？是贬值，还是……
- “美元溢价”如何改变？由于英国一些部门和机构不能进行美元和英镑的兑换工作，因此机构投资者必须先从其他英国公司处购买美元用来投资，在伦敦，美元的售价随着市场的突变可能会有30%的溢价。

这些不确定性极大地限制了美国股票在伦敦的活跃程度和高盛业务的发展，人们都期望废除外汇管制和30%的溢价规定。公司的小额经纪业务对伦敦和高盛来说都不重要。高盛的投行一度还做小型的出口业务；帮助英国公司购买美国公司；担任“销售方代理”为待出售的美国公司寻找英国买家。高盛也出售商业票据、进行一些私募债权的定向发行，偶尔会负责国际证券银团在

美国的发行份额，但是它主要还是一家向英国机构投资者提供经纪服务的美国券商。所有的交易仍然在纽约操作，所以仍然被纽约的后台所控制。中东客户的经纪业务也同样不由伦敦管理。史密斯的职责是构建业务并观察高盛是否能够开发出适用于英国和欧洲大陆的投行业务。欧洲债券是一个可能性，但是就像史密斯解释的那样“与那些极富侵略性的竞争对手同台竞价也使得开展业务成了最容易亏本的道路”。1982年夏末，高盛购买了一家美国银行的伦敦商业银行部门以帮助本润（J·Aron）的全球商品交易进行融资并将其更名为高盛公司。注

在20世纪80年代早期，国际业务在公司的并购和债券业务中所占比例为20%甚至更高，经纪业务也差不多接近20%，但是对公司收入的贡献比率却只有10%，而且还在亏损。但是到了20世纪80年代末期，国际业务的利润已占公司利润的20%。将高盛转变成为一台国际机器，需要改变公司内部以及数以千计的客户和非客户的主旨和理念。自1921~1984年，隆星燃气（Lone Star Gas）主要通过两家投行（高盛和所罗门兄弟）开展它的众多业务。隆星是最“忠诚的客户”。该公司的CFO桑福德·辛格确实喜欢高盛和所罗门兄弟，而且他也知道这两家公司在美国确实让他受益匪浅。他还有一小块业务在欧洲，但是，他从来都没有想过把那里的业务交给高盛。史密斯说道：“我们最忠诚的客户想当然地认为我们没有能力而且也没有兴趣做国际业务。很显然，如果我们最好的客户都不给我们打电话，那么其他客户也会这样对我们的。”

回想1975年国际劳动节那天，美国的固定经纪佣金制度终结，史密斯说道：“如果我们事先知道股票经纪业务的消息和急剧下跌的手续费率，我们肯定会积极地关闭我们的店面。幸好我们有格斯·利维的领导，他和约翰·怀特黑德一样无所畏惧。‘你什么都能干’，他们说，而且他们也真那么认为。‘出去找业务去！我们有钱，我们也有人。’”所以在80年代，当其他竞争对手的国际化进程减缓和势头减弱的情况下，高盛屹然挺立而且还在加速发展。

比尔·兰德里思（Bill Landreth）注意到伦敦一栋办公大楼上的一排字："足球"。作为一个有点想家而且还爱好运动的人，他猜测那可能与他知道的美式足球（即橄榄球）有关，但是他很快意识到那是足球，在英国都叫足球。然后他注意到另外一行字：科威特投资局（科威特投资局）。他当然知道投资是什么意思，当时正好有点时间，所以他决定去看个究竟。下了电梯，他问前台如果要进行股票投资应该找哪一位，前台告诉他应该找巴肯先生。戴维·巴肯（Darid Buchan）出来后，两人攀谈起来，两人几乎立即就喜欢上了对方，并开始了一段重要的新关系。

科威特投资局是科威特政府的投资机构。所罗门兄弟雇用了科威特投资局一名高级官员的儿子，已经和科威特投资局开展了实质性业务。美林也开始了与科威特投资局的业务。但是高盛与科威特投资局的关系发展非常迅速，很快巴肯就开始与兰德里思分享他的投资目标。

科威特希望在美国的投资是安全而且具有流动性的。其计划是购买不同美国公司的股票。投资总额很大。"高盛愿意悄悄地帮我们进行投资吗？"

"当然。"

"但是美国证券交易委员会（SEC）对超过5%的持股设定了报告义务，所以我们能买的数量有限。"巴肯很谨慎。对于交易商来说，购买一批大公司5%的股份是一项大买卖。即使像比尔·兰德里思这么低调的人，当一些他从未听说过的大公司逐渐稳步成为自己的客户时，也必须非常努力才能够保持冷静。兰德里思很想实事求是地说："还可以。"

科威特很小心也很迅速地下了最大的单：在美国最大的50家企业的股份上建仓。

股票经纪业务在伦敦仍然是小业务，但是已经开始显现出潜

力。高盛上午集中向英国机构销售英国股票，等到纽约股市开市后，整个下午则向它们销售美国股票。“我们胆子很大，没有人在纽约监控我们，”史密斯回忆道，“在国外的所有时间都像是在前线作战一般。”为了完成一家丹麦公司的私募，尽管在截止日期前，股份并未被全额认购，未出售的余额仍然被伦敦办公室买下并暂时持有——这种事情绝对不会发生在纽约。史密斯回忆道：“在从华宝手上抢到皇家化学工业公司的业务后，我们第一次在交易中亏损了100万美元。他们认为我们从那项业务中赚到了钱，好几周都不答理我们。”在外汇管制于1979年被取消之后，对于美国股票，特别是科技股和医药股的需求开始井喷。

关于欧盟和统一货币的谈判还悬而未决。财富和发展机会明显地向欧洲聚集。在证券销售经理比尔·兰德里思的有力领导下，证券交易量不断上升。

由于这些积极的变化，越来越多的合伙人对怀特黑德的国际视野表示认同并且同意为进军欧洲甚至亚洲进行很大的投入。但不是每个部门都愿意作出这样的承诺，有些部门表示反对——对于高盛来说，欧洲的机会太少，而公司需要投入的成本却太大。更重要的是，美国的业务机会很多、很明显，而且处于上升阶段。另外可能的业绩下滑会影响到每个合伙人能够拿到手的净利润。这验证了合伙制度在做长期战略决策时长期存在的问题：需要一致同意时每个合伙人都有自己利益和业务的小算盘。这些冲突建立在一个经济事实之上：可能给未来合伙人带来显著和长期赢利的承诺会将负担和成本加到现任合伙人身上，而这些人恰恰又是现在需要决定是否要承担这些费用的人。这是对两任约翰的领导魄力和他们对巨额国际投资长期利好的高瞻远瞩的见证。

作为交易员，需要担心很多短期问题，大家都以为鲍勃·慕钦（Bob Mnuchin）会反对长期投资，但是实际上，他却非常喜欢公司开发国际业务的计划：“我们了解那些亚洲人和欧洲人所不了解的资本市场和交易方式。他们不知道如何利用资本市场进行交易。他们还需要花很长时间才能学会大宗交易——可能他们永远都不知道如何正确地进行大宗交易。”但是在此之前，门舍尔和慕钦都曾对此经常持反对意见。

理查德·门舍尔（Richard　Menschel）对于大力进行国际扩展心存忧虑。“我们在美国国内的业务机会很多。我们知道怎么玩游戏，也有人会玩游戏。而且我们知道现在能赚很多钱。”门舍尔并非是唯一有此想法的人：大力进行国际扩展只是浪费赚钱时间和机会的行为。他们认为：“我们可以通过利用现在势头很好的国内机会赚更多的钱。”“没有必要将那些年轻的狮虎——那些正在迅速开展业务的年轻人调离这个庞大的市场而让他们去伦敦和巴黎那样名气大但是业务量小，甚至利润率更小的市场。”“如果欧洲或者亚洲市场真的是长期的大型业务所在地，我们可以在5年甚至是10年后再去。该在的还会在那里。让我们的竞争对手去应付监管、异域文化、建立民族文化、反美主义和那些棘手的事情，我们正好利用这个机会在国内发展我们的赢利能力和资本金，美国本土市场可是全球最大和最好的市场，要是有5~10年的时间，我们可以做不少事情呢。我们会赢得基础市场，我们的市场。我们还是不要浪费这千载难逢的机会，只要等着，我们很快就有能力进行国际扩张。我们将会变得不可战胜。”

如果高盛能够找到合适的切入点，社会上发生的变化会给其国际发展创造机会。所以，收购强大的本土公司是显而易见的机会。伍德–麦肯兹（Wood　Mackenzie）是伦敦经纪领域的领头羊，一直与高盛进行股票经纪交易业务。由于这家公司一直致力于为高盛提供最好的服务，其业务一直在爬升，事实上，该公司已经包揽了高盛所有的代理经纪业务和合伙人鲍勃·弗里曼（Bob Freeman）所有的国际掉期交易，高盛成为其第12大客户。在一次与高盛分行经理的午餐会上，伍德–麦肯兹公司的鲍勃·威尔逊和约翰·希恩解释道：“我们没有美国股票的业务给你们做，所以我们无法回馈你们。不过肯定有我们能帮上忙的地方。”威尔逊知道弗里曼极其想见一位在布鲁塞尔的欧盟监管官员，但是好像不太可能，所以他问希恩是否可以帮忙安排。

“你想见谁？”希恩问道。

“克里斯托弗·图根达特。不过好像办不到。”

“我来看看能不能帮上忙，然后再给你电话。如果能安排，你希望什么时候见？”

希恩没必要告诉弗里曼他与图根达特相识多年，而且还曾聘请他担任伍德–麦肯兹的顾问；除了朋友这层关系外，他也是图根达特竞选议会席位时的财政支持者之一。图根达特接听了希恩的电话后，表示很愿意会面，什么时候都可以。10分钟不到，这个不可接近的官员与弗里曼的会面已经被安排妥当。希恩的行动成功地表明：伍德–麦肯兹能够成事。

高盛和伍德–麦肯兹的合伙人们开始考虑合并的可能性。伍德–麦肯兹年度合伙人业务计划周的讨论结果是，公司将来要引进跨洲的所有人的机制。但是和谁呢？由于不知道与谁合并最好，希恩到了纽约之后开始给所有的大公司打电话。在与迪克·门舍尔和其他人会面之后，希恩有了决定：“不要再多想了。很明显高盛是最好的选择。”1986年英国的大变革带来了政策的松动和伦敦公司的实质性开放——之前法律禁止其所有权对外开放——高盛有兴趣购买伍德–麦肯兹14.9%的股份，这是当时能够买到的最大比例的股份。因此双方在纽约安排了一整天的讨论和晚宴。希恩准备了一份30多页的关于伍德–麦肯兹简介的内部文件，全天的讨论非常热烈，迪克·门舍尔说道：“我们今天告诉你们的关于我们运营和赢利的东西比我们告诉任何人的都要多。”讨论进行得非常顺利，而且双方也不断达成良好的合作意向。在一次短暂的休息之后，晚餐继续讨论。

当时确定的购买价是3.5亿美元，对于高盛的管理委员会来说，如果是购买一家仅进行代理的英国经纪人的股权，这样的价格过于昂贵，但是如果能加上美国式的大宗交易，那么交易应该可以达成。

鲍勃·慕钦对于任何基于大宗交易的潜在赢利能力的重大行动都非常在意，因为那很明显就是他的业务。

从伍德–麦肯兹的15位合伙人和高盛的人就座在晚餐桌时起，友好的气氛开始变味。当晚的讨论被慕钦越来越富有侵略性的针对伍德–麦肯兹如何组织交易，特别是大宗交易的问题所占

据。随着慕钦的行为举止越来越咄咄逼人，慕钦的同事们意识到那是因为烈酒的原因，而那些来自英国的访客们完全没有意识到发生了什么。尽管希恩和其他人很礼貌地解释道：在伦敦，一家公司要么只能做交易代理，要么只能做市商，不能同时经营两种业务。但慕钦并不接受这样的解释，继续不停地以争论的口吻提出一个又一个让人难以回答的问题。整个会议的友好气氛很快就被破坏而无法再继续下去。在告别之后，慕钦和希恩一同乘坐出租车回住处。就像希恩多年后回忆的："那天在出租车上的时间可真长啊。"

第二天早上，希恩接到高盛合伙人的电话："我们听说鲍勃昨晚发飙了。"

"是的。"

讨论结束了——永远地结束了，而高盛仍然需要找到另外一条路以在伦敦和欧洲开展大型业务。注 后来斯蒂尔解释道："你可能认为构建业务最快的方法是并购，但是大部分并购都是非常昂贵，而且令人失望的——这都发生在几年以内。"注 1986年的大变革不但允许交易代理从事市商业务、金边债券交易和商业银行业务，还允许外资银行收购英国公司。

在这场并购风暴中，两年内发生了约20起并购交易。但是大部分很快以失败而告终。在实质性的争论之后，最强的领导者——约翰·温伯格和吉姆·戈特（Jim　Gorter）胜出，他们分别是芝加哥办公室的领导和高盛的真正当权者。决议在1986年下半年作出，不是购买，而是尽可能快速构建。就像戴维·塞芬（David　Silfen）的回忆："我们能够看到欧洲发生变化的信号——变化正朝我们这边走来。所以，我们决定抽调芝加哥、洛杉矶还有纽约最好的人手，并对他们说，'你们有两个任务。第一，找到在当地如何开展大量业务的方法并开始开拓业务。第二，找到你们的继任者——拥有当地护照的人，告诉他们如何才能取得成功。然后你们就可以回家了。'"对于那些成功的人，你不必向他们承诺可以成为合伙人。

鲍勃·斯蒂尔还记得迪克·门舍尔对他说："有些人可能会给你打电话，描述你在伦敦歌舞升平的日子。不过，上帝啊！"信息非常明确："别当傻瓜。去那里对你的事业一点儿好处都没有。"第二天，斯蒂尔接到吉姆·戈特打来的截然不同的电话："鲍勃，这可能是你一生中最激动人心的时刻和你事业中最光辉的岁月。你在高盛已经干得很好了，所以现在你有机会去伦敦向我们证明你到底有多么棒。"

被选中的人都接到了类似的电话。斯蒂尔找到特里·马尔维希尔，想听听他的意见，他已经作好准备，认为他"叔叔"会让他留在芝加哥，但是他得到的反应却是截然相反的："鲍勃，这是你绝好的机会，赶紧去伦敦，让我们为你感到无比自豪吧。"注

基恩·菲弗、鲍勃·斯蒂尔、杰夫·瓦因加登和帕特·沃德加入了已经在伦敦的比尔·兰德里思和约翰·索顿的团队中，和他们一起的还有来自东京的亨利·詹姆斯以及从其他海外主要国际中心调任到那两个地方的总共10名骄傲的勇士，他们的共同目标是要大幅提升利润。

这些优秀人才中有的是决意证明自己的新任合伙人，有的是具有同样决心且快要成为合伙人的人，他们所有人都相信他们可以通过销售成熟的服务而获得成功，将那些在美国已经非常成熟的服务销售到欧洲，因为当地银行和交易商对于很多交易都毫无概念。由于泛欧洲市场刚刚起步，因此还没有哪家本土公司和国际竞争者在当地占有绝对优势。

"早些年，公司确实很少派出最优秀的人才。"索顿对此表示认同。"而且，可以预见的是，那些出色的欧洲专业人士也不愿意加入我们公司。仅靠说'我们想实现全球化和成为卓越的公司'是远远不够的。甚至在公司开始在欧洲进行非常理性的投资之后，我们还是有很多最优秀的人才选择留在家里，关注美国客户，根据已经策划好的战略进行那些已经非常熟悉的交易，同时获取高额的利润和收入。所以，在欧洲，我们决定与我们曾经打过交道的人携手，并通过大量的关注和努力做到最好。为在每个市场建立自己的地位，我们的招聘和业务的开展都是一个国家一

个国家地进行。如果你能成功地招聘到一名杰出的欧洲人，那么招第二个、第三个就容易多了。从英国开始，我们向法国、德国和其他欧洲主要国家逐渐扩张。”

当斯蒂尔在1987年2月从芝加哥飞抵伦敦的时候，他的任务是在交易和调期业务上构建大型的、利润率高的股票交易经纪业务，当时高盛对英国和欧洲大陆的机构投资者只销售了区区2000万美元的美国股票，其中包括一些疲惫的交易员销售的少量英国股票。那明显算不上重要的业务，但是斯蒂尔的任务却非常明确：“如果你能让这项业务在高盛变得重要，高盛就会让你当合伙人。”做到这一点并不容易。英国股票交易数量很大，但是利润率却非常低；美国股票的交易量虽然在上升，但是由于交易费越谈越低导致利润率也大大缩水。最有希望的是将低利润的代理业务转化成为利润丰厚的自营交易，一开始主要是做那些两地上市的公司：包括BP（英国石油公司）、英国帝国化学工业集团、壳牌以及京东海上保险等公司——它们在伦敦和纽约以存托凭证的方式上市，美国公司在该市场上具有相对优势。

“我们认识到在大变革之后，金融机构将很快占领股票市场，它们对于流动性的需求会有所提升，”合伙人彼得·萨克斯（Peter Sachs）回忆道，“这说明大宗交易会在伦敦开展起来，这将极大地改变市场而且大大加快整个公司交易业务流程的速度。由于受大改革的影响，银行、交易商和经纪业务会合并，而市场肯定会向上爬升并有很强的资金需求。伦敦的交易商和商人银行资本金规模很小，他们不但难以保住他们的地盘，更无法撼动我们的业务。这是最经典的克劳塞维茨[注]战略！我们从美国劳动节的那次经验可以预见伦敦在大变革后的情况，所以我们知道我们会开创大型业务。但是我们首先要成为一家强大的本地券商或商人银行。”尽管股票经纪业务基本上是保本的日常业务，但是经验丰富并致力于此项业务的交易商会看到最有利的交易机会，所以它能够发掘最能获利的交易机会。在这类基础业务之上，任何承销业务可以为公司带来的利润几乎都能算做是纯利润了。伦敦的公司最不愿意与像高盛一样的外来者分享的正是这一部分有限的收入。斯蒂尔回忆道：“英国公司对于美国人极力挤入他们的业务圈非常反感，尤其是那类数量并不多的业务。这些

公司的办公条件恶劣，交易又都是代理业务，能分享的业务本身就少，偏偏我们又来了。”

斯蒂尔决定通过给主要客户打电话以了解当时的形势，看看他们对高盛的感觉，了解他们对如何提升业务有何建议。“我到威廉国王街的水星资产管理公司了解情况（当时是伦敦和整个欧洲最大的客户）。我们想了解一下我们应该采取什么样的战略以及我们应该如何在股票业务（我们在美国的基础）之上构建业务，我们仅有他们股票交易量10%~12%的业务。”斯蒂尔知道的第一件事就是水星资产管理公司的美国股票业务量只是其庞大经纪额的极小一部分。尽管高盛在美股上有不错的竞争力，但是那项业务对水星资产管理公司来说无关痛痒。所以，作为美股经纪商，高盛对于水星资产管理公司来说同样微不足道。对于大量交易英国股票，日本股票，德国、荷兰或者意大利股票的公司而言，高盛在美股交易业务的地位根本不足挂齿。最后，每家投资集团，不论是英国国内的、日本的，或者欧洲大陆的投资集团都在水星资产管理公司大楼的不同楼层办公。每家集团都有其进行投资决策的和分配经纪佣金的独特方法。为了能使这个非常重要的客户重视高盛，高盛必须发展与每一楼层的关系——几乎都是从零开始，而且还要与这些极难应付的对手竞争。

“所以，那是我们要做的事情，”斯蒂尔说道，“我告诉管理委员会我要扩充两倍半的人手。管理委员会说：‘可以！’第一年我们就招聘了12人。我们雇用那些聪明、有冲劲和经验丰富的30~35岁的人，他们懂业务，在事业上有野心。他们刚进来就有机会与最大的客户合作，而在他们原来的公司，这样的机会可能要等上十几年甚至二十几年。其他公司的员工流动率是20%~30%，而我们则为零。我们每年通过招聘增加3%~6%的员工，他们都是MBA，而且都关注于最赚钱的业务。在招聘过程中，我们学到了许多伦敦金融城如何运作以及这场游戏应当如何玩的知识。比如，我们了解到嘉诚证券（Cazenove），这家伦敦的爱国经纪商的资深公司往往将其深度研究报告首先提供给其喜爱的客户——他们都是自己人，让他们有机会能先于其他机构投资者进行投资。我们认为那样做业务是不道德的。”

对于高盛和其他美国入侵者来说，值得庆幸的是英国公司犯下了战略性错误。它们有些和商业银行结盟以获取资金，但是与资金一同到来的是商业银行一无是处的管理以及商业银行家对于薪酬和风险的接受程度的问题，这一切很快将吞噬经纪商。有些经纪公司与其他同行合并以扩大规模，但是它们又无法获得做市所需的资金。当时英国最强大的商人银行华宝由于在欧洲大陆的每个国家都兼并了一到两家领先的经纪商而大大分散了其令人畏惧的力量。这样的战略让这家曾经风光一时的公司的业务模式变成了高成本低收益的结构，而且战略上非常僵化：傲慢的本地管理人员只具备本国市场经验，坚持执行他们熟悉的战略，而其高级管理层为了保护其本国员工而对合并方为节省成本而采取的重大措施不予配合。

很明显，在业务从封闭保守的本国市场走向激烈的国际竞争并不断蚕食佣金费率的开放市场时，节约企业成本是非常现实的战略方针。大部分欧洲大陆的股票交易商试图与其他国家的交易商合并，但是这将导致他们的费用增加、结构僵化，华宝就是一个很好的例证。但是这不幸的战略却让美国公司——特别是高盛、摩根士丹利和美林能够通过积极进取和灵活的战略成功突围。就在华宝购入其他公司并将自己困于僵化的、分散的、高成本的组织结构中时，高盛已经开始为其将来的发展招募一名又一名最好的员工，在控制费用的同时又保持了良好的灵活性。同样重要的是，高盛非常珍惜摆在各家公司面前不可避免、不可抗拒的发展和巨变的机会，因为它就是在同样处于变革和转型的美国市场中获取优势地位的。

最重要的目标，特别是在投资研究方面，是将别人对美国公司的高风险、有今天没明天、默默无闻、毫无安全感的看法转变成为认为高盛是了解世界而且知道在新时代里如何取胜的全球领导者。为了建立不同寻常而且别人能感知的研究团队，招聘到关键的员工是最基本的条件。在这个问题上，高盛非常幸运，因为机会只光顾那些有准备的人。

在罗德西亚长大，在牛津读经济学，然后在剑桥完成博士学位后，加维·戴维斯（Gavyn Davies）和工党政府的詹姆斯·卡拉汉一起到了唐宁街10号。然后他加入了Phillips & Drew，一家知名的研究和投资机构，在那里，他和戴维·莫里森（David Morrison）一起工作了几年，随后他们俩一起加入了Simon & Coates。“随着大变革带来的机会，我们觉得应该寻找更好的雇主，”戴维斯说道，“1985年，我们决定调查一下华尔街的公司，我们觉得高盛和摩根士丹利都不错，但是实际上我们对于两家都不太了解。我们知道高盛没有国际经济学家，所以我给在纽约的李·库珀曼打了个电话，他把我转接到加里·温格罗斯基（Gary Wenglowski），他是高盛的首席经济学家。”温格罗斯基非常直白：“我从来没有听说过你们。你们为什么想来高盛工作？”

“我们认为你们公司能够胜出。”

“嗯，我不知道你们是谁，也不知道你们能干什么，所以我没法给你们任何鼓励。”他很有效地结束了对话。

一年之后，高盛开始扩展一系列在欧洲国家的固定收益业务——英国的金边债券、德国的债券以及其他产品。作为在欧洲富有野心但是全新的债券交易商，高盛需要一位新的研究员来负责这些新市场。戴维斯回忆道：“他们做了一些考察，然后发现……戴维·莫里森和我是合适的人选。”

莫里森小心地问道：“我们现在为什么要去？一年前我们想加入时他们拒绝了我们。”

但是一年已经过去了，他们认为高盛正在致力于加强其研究力量，并且对欧洲的主要经济状况也有了一些基本的了解。戴维斯对于高盛能够成为成功的公司，以及他和莫里森能在高盛大获成功的信心与日俱增，这是一个具有双重放大效应的方案。他们组建了高盛的欧洲经济小组，并将他们覆盖的区域扩展到了日本乃至亚洲，而当时鲍勃·乔达诺（Bob Giordano）也正在组建其美国经济研究力量，戴维斯和莫里森与鲍勃的小组合并——这并不是美国经济加上国际经济，而是包含了美国经济的国际经济。

他们的发展恰逢其时。

市场，特别是货币市场和债券资本市场正在整合成为一个全球的市场，而机构投资者也积极致力于国际投资。突然间，每个人都开始希望通过全球经济状况进行决策，而高盛的交易员们也在寻找如何避免出错和如何创造利润的指南。戴维斯回忆道："客户们觉得高盛正在严肃地对待世界。虽然美国非常强大，但它并不是故事的全部。"

由于戴维·莫里森对于债市的喜爱超过了对经济理论的喜爱，所以他们所有的关于经济和货币的研究工作都与高盛的交易运营结合得很好，并且为高盛赚了很多钱。莫里森对市场的短期异常变动和各国长期的政治政策有独到的眼光，高盛的交易员觉得他的帮助非常有价值。

戴维斯主要关注中央银行，同时预测利率和汇率的变化。"我们做了大量的书面和个人演示，为了让我们报告的内容易于理解，我们还使用了各种图表。机构投资者觉得这些东西非常有用。我们在正确的时间和正确的地点提供了正确的信息，不到两年我们俩都成为合伙人——部分是因为高盛知道需要有能让大家看见的欧洲合伙人，以便消除那些不理解我们处世原则和价值观的外国人对美国人的不信任和偏见。"在高盛招聘了最好的和最聪明的欧洲人，并将他们与戈特、鲁宾和弗里德曼派往欧洲的年轻团队结合之后，大众怀有的对美国公司的排外情绪有所改变。

戴维斯回忆道："接下来的赚钱机器就是货币市场。我们预测了两次重大的贬值过程。高盛非常希望能成为英国和德国的政府债券交易商，我们对这两个经济体的研究工作对高盛非常有帮助。"在公司内部和市场中，大家很快认识到高盛对于国际化路线是非常认真的。利昂·库珀曼（Leon Cooperman）说道："我真是从来没有想过会有一位国际经济学家做我们的合伙人——更别说两位了。"

戴维斯和莫里森通过创建明显的、最好的经济研究产品开始了高盛对新市场的研究。他们决意要避免两个关键性错误：对于

任何业务的前景给予过于短暂的关注以及对世界过于单一的关注；鼓励公司内部的创新竞争。他们成功和赢得信任的第三个关键因素是他们的独立性。戴维斯说道："我们不受任何来自国会的不适当压力的干扰。"这可以用一次非常戏剧化的对峙来印证。

在对法国经济和法郎的数据进行分析之后，戴维斯和莫里森得出结论：法郎被严重高估而且肯定会贬值。1993年的一天，法国央行的总监斯坦先生挥舞着戴维斯关于法郎会贬值的报告冲进戴维斯的办公室。"这是什么报告，你敢相信你自己写的东西吗？"

"是的，我相信。"戴维斯回答。

斯坦愤怒地离开了，并撂下狠话，这事没完，走着瞧。

两天之后，斯坦的上司让·克劳德·特里谢坚持让史蒂夫·弗里德曼到他位于法国银行的办公室。他非常愤怒："你是个白痴！你根本不了解法国。你是个白痴！法郎根本不会贬值！"

整个国家央行自上而下施压——直接要求弗里德曼解雇戴维斯。"你和你们公司都没用，除非你把作出这样可怕的事的人解雇掉，否则你们再也别想在法国赚到一分钱。"

在与戴维斯和莫里森以及公司其他人商量以后，弗里德曼拒绝了这一要求，他说："戴维斯先生是一位不可多得的经济学家。他对货币的研究赢得了我们很多客户的尊重。对于我们的客户来说，他的专业知识非常重要，当然，对我们公司来说也一样。所以，尽管我们尊重你们的建议，但是我们不准备告诉他应该说什么或者应该做什么。"不到90天，法郎果然出现了贬值。

戴维斯和莫里森将他们对货币的分析集中在每年出的三四份分析意见中。每份报告都能使高盛建立大量的高杠杆头寸。戴维斯和莫里森大概有2/3的分析是正确的。对于富有经验的交易员来说，他们的分析非常有用，具有巨大的意义。他们一次一次地为公司赚大钱。

华宝的明星汽车行业分析员蒂姆·普劳特能够感受到在伦敦发生的变革。但是在他自己的公司里，他对未来的警告性见解却无法获得认同。本着“如果你没法打败它，那就加入它”的宗旨，他联系了戴维斯。他们讨论了将来，戴维斯鼓动其加入第一支泛欧洲全明星研究团队，该团队成员都在伦敦工作，该团队将会成为具有强大竞争优势的跨国的“研究——银行——交易”三角形的强大一边。利用其跨国组织，高盛稳定地在一个一个的国家获得了有利的市场地位，特别是在最好的经纪业务集中的地方赢得了大型机构投资者。

利用这“第一只知更鸟”，曾经的美国明星分析员杰夫·温卡登开始了一连串的招募行动，并稳步地打造了一支强大的研究团队。他的战略就是挖走英国机构在各行业的“潜力无限但经验不足”、愿意致力于客户服务和具有非凡动力的研究员，给他们提供在他们原来雇主那里没法获得的更快的提升机会。作为“研究员的研究员”，他是一个具有说服力的招聘者，很快就将高盛塑造成为终极职业目标的雇主。

在其常年争夺市场领导权的战斗当中，高盛有过巨大或突然崛起的优势，也有过巨大或突然的失误。有时候只是因为运气好，有时候是因为他们反应机敏。当嘉诚证券的管理者戴维·梅休（David Mayhew）希望和高盛的高级管理人员见面时，帕特·沃德代替当时要在纽约参加其他会议的鲍勃·斯蒂尔（Bob Steel）与其会了面。作为在东京办公室起家的南非人，沃德对于伦敦很陌生，也从未见过梅休。梅休当时正准备到公司讨论刚刚发行的每日电讯公司股票的大宗交易事宜。

梅休于下午5时到达高盛的伦敦总部。为了欢迎他的客人，沃德穿上了西服，因为嘉诚证券一向被认为是女王御用券商而且在伦敦金融城有着特殊和天然的优势。沃德到第6会议室迎接客人并向他介绍他们的交易员迈克·欣茨（Mike Hintze）。梅休掏出香烟，点燃，然后摆出一副准备控制局面的架势，并将沉重的玻璃烟灰缸往自己方向挪了一下以便能够轻易地够到。沃德不喜

欢抽烟而且不愿意衣服上留有烟味，所以他脱掉了西服。明显希望掌控局面的梅休用毋庸置疑的口气说道："这次交易的决策者是英代（In-dyah）。我今天和他讨论过，而且告诉他市场价是513个点，所以合理的价格是503个点。"

欣茨，这个奥地利人——他的专长是大型大宗交易的竞价，看起来很茫然地用手搓着圆珠笔，而且越搓越快。沃德站了起来，走到梅休后面轻轻地伸展身子以缓解背痛，小心谨慎而又希望避免太过正式地说："戴维，非常感谢你来，也很感谢你的初步建议。"然后他转向奥地利的交易员继续说道："迈克，你已经听到这个意见了。你知道交易金额非常巨大——约有1.8亿美元，而且这笔交易只可能由我们来做，由我们来考虑，因为我们有巨大的资产负债表。没有我们肯定做不成。所以迈克，你来决定出价——一旦你给出价格，那就是我们公司的最终价。"

高盛出价493便士。随后花了整整两天完成配售——在29天之后，由于每日电讯公司担心发行量不稳而降低报纸的零售价——也就是大幅降低利润，导致其股票市价突降，跌幅超过40%，低于300便士，就像威灵顿在谈滑铁卢时说的："这可真险啊。"就像黑道家族会小声抱怨地说道："这不是个人问题。这是生意。"欢迎来到伦敦。注

就像股票经纪业务对高盛来说非常重要一样，打造强大的国际投行业务对高盛来说可能更重要一些——部分是因为利润，部分是因为地位。很多英国公司的价值大大超过其股票市值，所以高盛很快把工作重点放在即将成为这些面临恶意并购危险的公司的顾问身上。即使无法赢得整个业务，也要争取分一杯羹。由于高盛在美国反并购业务的领导地位，在这项公司融资新业务中拥有特殊的专门技能，加之受那些管理层朋友的青睐，高盛赢得了好名声。

约翰·索顿所说的"死亡之舞"指的是一家公司无法逃脱最终不可避免地被并购的过程。"你能够影响结果，而且通常你也能选择最终的并购方，但是你很少能够避免并购的发生。对于管理层来说，最坏的选择就是相信那些井底之蛙说的话：'这些白痴，

我们很快就能摆脱他们。’”

帝国集团，即以前的帝国烟草公司通过高盛的鲍勃·汉伯格（Bob Hamburger）购买美国的霍华德·约翰逊公司；汉森信托恶意并购皇家公司——获得成功。高盛是反并购小组的成员，在帝国集团的传统商人银行背后提供支持，但是并购最后还是无法避免。在一切都结束，并购即将开始执行的时候，所有参与方聚在帝国集团参加“葬礼”午餐。午餐持续到将近下午3点——并购交易的正式结束时间，在那之后帝国集团的所有管理人员都会离任。话题转到每个人接下来会干些什么。有个人说他要去印度，去哈德良长墙旅行两周。而坐在桌子末端的两个高盛的人说他们4点钟和伍尔沃斯（Woolworths）有个约会，伍尔沃斯在一天之前聘请高盛协助它抵御来自电子零售商迪克森（Dixons）的恶意并购。高盛已经在关注下一次业务机会。

对工作的投入和长时间的工作使得高盛脱颖而出。一个美国人上午7点在伦敦沙威酒店（Savoy Hotel）坐上一辆出租车并将地址递给司机，司机转过去问另一位出租车司机：“这位先生说要去金融城。你知道那儿吗？”答案是显而易见的：去高盛吃早餐。

威格士（Vickers）公司的CFO告诉一位合伙人说：“如果一名伦敦商人银行家整夜为了项目工作，他不会告诉任何人，因为他害怕被别人看成是经验不足。但是如果一个美国人熬夜工作，他会告诉我——因为他想表现出他对工作的投入。”

“从一开始，”索顿回忆道，“我们就决定关注两个潜在的客户群：我们知道需要花很长时间才能赢得领先的蓝筹公司和那些处于困难中的企业，因为它们处于困境，所以对于新顾问提出的新鲜点子接受程度也较高。我们知道我们需要为一个重要的人物或公司的一次关键性业务提供咨询，然后第二个，第三个，直到有一天我们能够有非常骄人的纪录和令人印象深刻的成绩。1986年，在经过3年安静的、几乎隐形的发展之后，这样的结果显现

了。那一年我们获得了5宗超过10亿英镑的恶意收购顾问业务中的4宗，成功地帮助3家目标公司逃脱被并购的命运，保持了它们的独立。”

索顿解释道：“在这样的情形下，你作为个人就是‘品牌’。你没有任何支持也没有援助。从最初会面的泛泛而谈，到具体的谈判和细节性的建议，如何倾听以及如何接受条件都完全依靠你的一言一行，你如何发展每段关系，如何使潜在客户建立起对你的信心，这不仅在于你的公司、你的建议，还在于你自己。那种信心必须很强大，要能够战胜普遍的观点，克服对于改革的天然抗拒，这些障碍在大型金融性交易中尤为明显。最典型的CEO年龄是60岁，我只有28岁，还只是个孩子！我怎样说服CEO相信并决定信赖我？答案似乎很明显：表现出你的与众不同和不可替代性，建立起必需的个人信任。最后，这一切都会转变成为对公司的尊重和信任，但是这需要很长的时间。”

还有一个明显的答案就是从纽约获得帮助。马库斯·戈德曼（Marcus Goldman）第一位合伙人哈里·萨克斯的孙子彼得·萨克斯被指派给索顿为其提供最好的协助，以领导在伦敦的一场变革。萨克斯回忆道：“我们到英国市场上学习商业驱动力。媒体的宣传覆盖很重要。我们的公关顾问对我们帮助很大，而我们也让他参与到我们的很多项目中。周日的报纸对我们的公关过程来说是关键。我们同一起工作的律师也是好朋友，很自然地，他们也会告诉我们他们的看法，怎么看待我们的承诺以及我们的能力。通过律师，我们能够兼顾法律和财务两方面的问题。而在不断重复地支付大笔律师费后，我们很快就成了律师们最好的朋友。我们对于律所的问题一直是一种态度：不是我们如何做这个项目，而是我们一起如何做这个项目？我们有很多律师，同时我们也教会了英国的商业银行也这么做。我们将‘赔偿函’带到伦敦，根据该函，除非我们是由于重大过失而被终止提供服务，公司同意在项目失败时会负责支付高盛的损失和成本。有5个月的时间里，我每周日飞往伦敦，然后周四晚上回来，周五在办公室待一天，周六和家里人待在一起，然后周日又飞往伦敦。”

彼得·萨克斯这样的个人付出，就像春天先出现的几只知更

鸟，是对高盛这样的美国公司承诺的最早信号——设在伦敦的机构在短短的4年内由120人增加到了880人。这样的付出为伦敦带来了重大的和决定性的转变，使得高盛势不可当地迅速发展起来。

---

1. 布朗的父亲当时驻日，因此他从小就说日语。他加入了耶稣大学并被送往哈佛商学院学习经济学。他在波士顿遇到了当时正在新英格兰音乐学院学习的一名日本妇女，爱上了她。后来，他加入了花旗集团，在花旗集团时，他与麦肯锡在一个合资企业咨询的业务上有合作。

2. 《坏女孩》4年之后，高盛公司的员工数量翻了3倍，达到180人，搬到了老贝利街（Old Barley）的办公楼群。

3. 平方公里（Square Mile），特指金融城最中心的办公区域。——译者注

4. 该银行是位于达拉斯的第一国民银行在1973年成立的一家银行，它曾经是美国商业银行在英国分支机构中最富进取精神的一家，1979后受到母公司约束，很多高级人员因此辞职。在被高盛并购时，该银行有十几名员工和大约4000万美元的贷款余额。

5. 在大变革之后，摩根大通几乎收购了伍德–麦肯兹，但是在最后一秒钟终止了交易。伍德–麦肯兹后来与希尔–塞缪尔银行（Hill Samuel & Company）合并，不过合并的公司后来并入国民西敏寺银行的股票经纪部门：国民西敏寺证券。

6. 高盛本该和华宝合并：一家公司在美国是领袖而在英国默默无闻；另一家则在英国赫赫有名；两家公司在欧洲大陆的运营都不强——都需要借助对方的市场变成真正的“国际”大公司。怀特黑德解释道为什么最后没有成事：这个议题从未被考虑过“由于我们根本不相信并购的扩张方式而实现目的。另外，我们对于对方公司有好几个非常有权力而且年纪很大的合伙人有顾虑。而且，就我们观察，他们有一种倾向，对于他们自己来说可能是一种爱

国主义，而对于我们则更像是一种傲慢的态度。也许我们行动缓慢且谨慎，但是我们希望的是，一步一步地靠自己进行扩张”。

7. 马尔维希尔也是为新星提供建议的“叔叔”：“婚礼、成人礼、葬礼对于职员来说都是一辈子一次的事情。早去15分钟，你可以有机会和那些同样关心此事的人攀谈并成为朋友。”

8. 克劳塞维茨（Clausewitz，1780~1831年），德国军事理论家和军事历史学家。著有《战争论》一书。——编者注

9. 沃德和梅休后来成为朋友。梅休的儿子在高盛工作时有时会到梅休在乡下的家里度周末。在知道梅休在伊顿读书但是没有上过大学之后，沃德和他开玩笑说道：“戴维，你在剑桥都学了些什么？”

“我没有在剑桥上过学，”回答很快很平静。“噢，不是剑桥啊，那是牛津吗？”“我没有在牛津上过学，”回答仍然很平静，然后就是用一种带着“别太过分”和抱歉的口吻说：“在我那个时候，大多数年轻人都不会去读大学。”

20 先破后立

埃里克·多布金（Eric　Dobkin）事业的大转折出现在1984年。但一开始他压根儿没意识到这一点。投资银行部主管吉姆·戈特打来了电话：“埃里克，投资银行战略计划小组刚开了个会，你猜我们发现了什么？高盛的机构研究排名第一，机构销售排名第一，大宗交易排名第一。可要是把这些重要业务放在一起，高盛在投资银行普通股承销业务的总体排名是……第九！埃里克，我们出问题了，可这是你的机会。琢磨出个解决办法！就凭高盛的实力，股票承销业务应该排第一！”戈特只给了多布金一个特权：可以随便挑选他的团队成员。

挂上电话后，时年42岁的多布金没了主意，一筹莫展。“我当时根本不知道该做什么。第二天仍然不知道该做什么。第三天还是不知道该做什么，我开始失眠。到了第四天，当站在淋浴喷头下时，我突然‘啊’地大喊一声，意识到了我们该做什么：把整个证券承销业务翻个底朝天。”

证券承销业务几十年以来一直围绕传统意义上的核心需求展开：当企业需要融资的时候为新股发行找到发行对象。为了获得私人投资者的资金，证券公司通常会安排个人投资者开户的零售业务经纪公司组成承销团。但是，负责证券发行的主要承销人对这些个人投资者事实上一无所知，他们只关注批发业务，即他们的传统客户——证券发行企业。在私人投资者主导证券市场的年代，这一系统运作良好。但是到了20世纪80年代初期，机构投资者成了证券业的主导。对于由专业投资人员进行决策的机构投资者而言，传统的承销团业务模式不仅完全过时，而且毫无价值可言。传统模式既不了解不同投资机构投资组合的组建战略，也不了解其如何进行投资决策、为何决定购买或拒绝购买某一种证券，更不了解投资机构中研究分析人员的特定作用。老派的承销人对机构投资者主导下新市场的证券营销和发行方式完全没有概

念，更不懂得营造销售攻势，以及如何针对老道、挑剔的机构投资者安排有效的路演。多布金吃惊地发现，“他们甚至不懂得在介绍情况前应该提前演练几遍”。

正是在淋浴喷头下灵光乍现的这一刻，多布金顿悟到高盛如何可以轻而易举地在同这种过时、过气、僵化的模式的竞争中一招制胜。“我们要做的就是把二级市场上服务机构投资者的那套技巧和战略用在一级市场上。我们的销售人员应该能够让客户信服——高盛和机构投资者的关系最棒，高盛同最好的机构股东保持着最密切的联系，而且我们懂得如何把好点子推销给最好的机构投资者。”

大投行关注的永恒主题是保护传统的主业，这是公司高管最熟悉也最擅长的业务领域。这一业务也往往是企业历史上最赢利的业务，已经成为企业的传奇。但是一种商业模式不会永远有效。随着客户和客户需求发生变化，中介机构也必须作出改变。如果曾经辉煌的商业模式已经僵化过时、赢利能力下降，却还像印度圣牛一样神圣不可侵犯，是很危险的。然而，改变绝非易事。几乎没有人会仅仅因为传统商业模式不合客户的心意就放弃习以为常的、舒服的工作方式。

华尔街的传统证券承销团模式集中体现了这种历史遗留问题的弊端。承销团的组建规则完全不符合投资银行注重实效、绩效为先的行业特点，倒更像大学生联谊会的那一套。大公司非常在意在彼此的证券承销过程中维持其“传统”地位。由于协助公司发行股票和债券的主要投资银行没有零售销售网络，需要借助零售经纪公司的网络来安排销售。这些“销售网络”因此颇具威力，但也成了改革的阻力。

零售经纪公司只和私人投资者打交道，而承销人只和发行人打交道，没人去同时兼顾投资者和发行人。于是高盛把自己定位为介于两者中间的服务机构。机构投资者势力的强劲增长引发了买方市场的重大变化，而相应的服务却出现了真空。机构投资者的特定需求完全有别于私人投资者，零售经纪公司无法提供相应的服务。它们要购买的不是100股股票，而是10万股。它们需要

的不是私人投资者常用的一页纸的报告，而是20~50页长的、由真正了解公司的行业专家所提供的、有丰富材料支持的分析和建议，说明哪些公司值得投资，理由是什么。股票市场已经逐渐从私人投资者向机构投资者转移。圣路易斯一家地方性的零售经纪公司根本无法满足机构投资者的服务需求。他们需要的是关于公司和行业的深入研究、大宗交易，以及同发行人管理层的直接沟通。

高盛在每只证券发行前制定周密的营销方案，加之有效组织内部机构，成功实现了高额的股票销售量。如果发行人是联邦百货，高盛的零售行业分析员乔·埃利斯就会出动，走访主要机构投资者：1天在洛杉矶，1天在旧金山，1天在明尼阿波利斯（主要拜访投资者多元化服务公司），2天在芝加哥，3天在波士顿，三四天在纽约，2天在费城。埃利斯将同每家投资机构的零售业分析员和一到两位投资组合经理一同分析零售行业，确认联邦百货的竞争优势、战略和发展前景，提供当前年度的主要数据，阐述其发展方向，并回答问题。与埃利斯同行并负责介绍全面情况的销售人员则把精力集中在揣测投资者意向和估算潜在的购买需求上，以采取最佳方式获得机构投资者的大额订单。

多布金的解释是：“只要有时间，我们对待所有发行都如同大宗股票发行那样处理。对我们和客户而言，这不是什么新鲜事儿。首先，我们得认识到，机构投资市场的主要区别在于多了几个零——相应而来的就是我们手头有多少时间可用于高效地安排承销工作。承销规模更大，而承销时间却缩短了。另外，就股票发行业务而言，我们面对的是一级市场，与日常经手的增发业务不同，发行人的管理层和我们站在一边，积极配合我们。我们自己的资金基本上没有风险。我们的股票承销业务同传统模式只有一个共同点：使用美国证券交易委员会的招股说明书。根据美国证券交易委员会的规定，我们在销售阶段不提供书面研究报告。但我们的确会派出分析员扮演“造雨者”的角色，四处游说，为正式发行工作打基础。尽管没有正式的书面研究报告，但这并不意味着我们的销售人员就不能口述主要情况，介绍高盛行业分析员的分析意见。与此同时，高盛将确认可能的主要买家，同发行人管理层共同打造公司形象，设定合适的价格。”

在面对机构销售时，高盛能够采取量身打造的销售方式，这是因为高盛在同机构日常合作的过程中早已熟知它们的喜好和投资决策流程。多布金及其团队告诉发行人的高管人员：“我们知道你们很想吸引某些特定机构成为投资者，向它们推销你们股票的正确方法如何……”接下来，他们会强调自己熟悉机构市场的各个层面：投资组合经理、分析员和交易员，他们更懂得如何利用高盛自身的投资研究能力，懂得如何安排大宗交易。多布金回忆说：“这些公司主管对此非常感兴趣。我们占了上风。同时，我们还向这些高管表现出我们都是实实在在的人，不像其他公司那样，使用既不了解他们公司又不熟悉机构投资者的无趣而又自以为是的投资银行家。我们在发行人和库恩·洛布、雷曼兄弟、崇德这些老派承销商之间打开了一个突破口，因为我们对机构投资者了解得非常透彻，而它们真是什么都不懂。然后我们再在发行人和零售经纪公司之间打开另一个突破口，因为发行人认定，随着优质机构投资者持股比例的上升，股票的市盈率将随之升高。而这是因为我们营销得力，为它们的股票创造了需求。”

传统承销模式基本上是一边倒的对抗式：承销团同发行人携手通过零售网络将股票配售给私人投资者。多布金却站出来说：“嗨！我们同机构投资者每天也在进行同类的销售。这可算不上什么‘难得一见’的特例。”只要别人愿意听，他就滔滔不绝地介绍他的新模式如何能实现共赢，让发行人和机构买家通过合作达成共识而实现双方受益。“价格必须公平，这一点双方心里都有数。发行人和机构投资者都上钩了。成功的诀窍就在于此！”

通过对证券承销业务的重新解读和紧锣密鼓地全面推广，高盛迅速承揽了众多承销项目，扩大了在单一项目中的承销份额，甚至在几个大型承销项目中成为唯一的发行人。正如多布金说的：“利润翻了几番。”1985年以后，高盛在股票承销排名榜中连年居于首位，只有一年除外。“就像我奶奶常说的，‘总不能十全十美吧。’”

高盛在美国股票承销业务上可谓大获全胜。但是在高盛，一向

是“好人没好报”，多布金被要求必须在欧洲重塑美国的辉煌胜利，先从英国开始。20世纪80年代初，撒切尔夫人带领保守党开启了英国国有企业的私有化改革，将其转变为公众持股的公司。投资银行克莱沃特-本森（Kleinwort Benson）中标负责安排英国航空、英国电信和英国燃气公司的上市发行，一举成为英国政府的首选商业银行。不幸的是，成为政府的咨询顾问和主承销商对于克莱沃特-本森而言得不偿失，它根本就赢不起。虽然这些项目有助于公司声誉而且项目总额巨大，但是却需要克莱沃特-本森的高层投入大量的时间和精力。克莱沃特-本森身陷其中，无力去竞争其他利润更加丰厚的重要企业并购和证券承销项目。其结果就是，当伦敦金融城风起云涌，群雄争霸，各家商业银行都忙于提高利润、稳定人员、挖角、保护自己的客户群时，克莱沃特-本森却为了一点点利润在苦干。忙于英国电信等私有化项目的克莱沃特-本森发现自己最优秀的年轻专业人员正在流失，尤其是流向高盛这样更具竞争性、注重利润的美国公司。

英国政府一方面自然而然地倾向于与英国公司合作，另一方面又对美国公司持有开放的态度，认为美国公司可能在新观念和新技巧方面具有特殊的比较优势，比如具有说服力的宣传，反复演练、几臻完美的说辞，对如何组织安排路演的了解等，这些也许能够改变这一轮庞大私有化改革的基本运作方式。分别就职于英国皇家政府和英国能源部的史蒂夫·罗布森和约翰·吉尼斯爵士，均对开放这一领域很感兴趣，或者说是非常支持在这个领域里打破伦敦城里英国公司一手遮天的垄断地位。根本没考虑其他公司，英国政府直接选择了摩根大通时代后它们御用的北美投行——摩根士丹利。这一点彻底惹恼了高盛的多布金。他决定在短时间内游说他能找得到的每个英国政府高官。

这以后，高盛走运了——非常走运：而帮大忙的正是摩根士丹利。英国电信的私有化被搞砸了——先是摩根士丹利承销团的主管盛气凌人地告诉英国政府，摩根士丹利决不会接受英国传统的两星期承销风险窗口期。英国资本市场的股票发行人多数是早已在伦敦证券交易所上市的成熟企业。发行量通常为已发行股票总额的10%~20%，一般采用配股方式。绝大多数股票都由机构投资者认购，他们作为次承销人组成承销团，按照提前商定的价

格和认购数额购买。承销团的认购价格在“影响日”予以确定，然后保持两星期，让个人投资者有时间阅读报纸上的整版股票发行公告，剪下页末的表格，寄出购买订单。就融资额不高的一般性英国公司配股而言，这种闲适的绅士方式倒也令发行人和投资人满意。但是撒切尔夫人庞大的私有化改革可与以往不同——从规模和结构上看都有天壤之别。

从规模上来说，私有化改革不但规模巨大：比传统的小额配股大若干倍，而且在一个鲜有IPO（公司股票首度在股市中公开买卖）的市场上进行新股上市。新股既没有历史价格可循，也无现成的股东群体。这意味着其中的承销风险，以及长达两周的价格锁定期，都比美国式的承销风险要大得多。美国的承销交易在经过几周或者几天的非正式提前协商后，在几分钟或者几秒钟就能正式完成。摩根士丹利止步不前，英格兰银行只得同意承销美国份额，承担100%的市场风险，相当于为摩根士丹利的损失提供担保。

可这之后全乱套了。英国承销商严重低估了英国电信的发行价格和后市需求。机构和个人投资者的需求非常强劲。大型指数基金的需求尤其旺盛，这是因为《金融时报》决定从英国电信股票发行当天就将其纳入FTSE指数[注]，每家指数基金都觉得非买英国电信不可。但是，尽管英国电信首次上市发行的股票仅占其总股本的25%，FTSE指数在计算英国电信的权重时却好像其所有的股票都已经上市发行一样。结果就是，有限的发行量根本无法满足指数基金的需求，股票发行当天价格就令人吃惊地翻了100%。

在英国的发行过程已经颇不顺利，在美国就更糟糕了。尽管英国政府的政策要旨是建立广泛的个人投资者群体，摩根士丹利却将其负责发行的绝大多数股票出售给少数几家其认可的机构客户，而这些机构又迅速将所认购的股票出手，挣了一笔快钱。认购协议的签字墨迹未干，所有本指望由北美投资者长期持有的股票就已经搭上超音速的协和式客机，一路飞回伦敦来满足英国指数基金的需求。回流情况十分严重，英国电信在美国一股不剩！简直是一场灾难。媒体上充斥着对摩根士丹利的批评。从政治角

度上看，英国政府很难再选择摩根士丹利承担下一个大型私有化项目。

多布金见其主要对手受阻，竞赛场地无人防守，立刻展开了攻势。他开始每周往伦敦跑，有时搭乘早上的协和飞机过来，再搭下一班回去，有时在伦敦住上几晚。他的目标：争取成为下一个私有化项目的主承销商。英国燃气公司上市有望成为当时全球最大的IPO；所有机构投资者对此都兴趣浓厚；北美主承销商的竞争将异常激烈；这一机构的选择将完全是“能者得之”；而英国政府的御用承销商摩根士丹利，由于在英国电信项目上的失误几乎完全被排除在竞争之外。多布金想要来个大获全胜。

鲍勃·斯蒂尔说：“高强度就是埃里克的典型特征。他给我打电话约了周日中午在都切斯特酒店见面。我离开家时告诉我太太会在两个小时内回来。结果差远了：我们从周日中午一直谈到半夜，简直就是高强度的工作。还有一次，我在凌晨3点钟接到埃里克的电话。我挣扎着起来，忍不住问了一句，‘埃里克，你知道现在伦敦几点吗？’”

“当然知道，”他回答说，“我就在伦敦。”

罗斯柴尔德国际投行的托尼·奥尔特高高瘦瘦，烟瘾很大。他被任命为英国燃气私有化项目的政府顾问。多布金很高兴由奥尔特来担任这一要职，一方面是因为奥尔特为人聪明而又直来直去，他是靠自我奋斗获得成功，最重要的是，奥尔特同多布金和其他高盛人一样，都不是伊顿公学(注)出身。奥尔特全靠自己，不会受老校友的影响。奥尔特说：“谈谈你们怎么想的。”而多布金一如既往地咄咄逼人，攻势凌厉。“别说废话了，托尼。告诉我们怎么才能赢得英国燃气的项目。”

“高盛能接受传统的英国式承销风险吗？”

“能。”

“你们能把这一点落实在书面上吗？”

“没问题。”

“你们需要准备把这一承诺落实成书面文件。”

多布金又一次走了钢丝，替高盛作出了承诺。现在，他必须马上得到鲍勃·慕钦的首肯。慕钦根本不知道多布金会打来这么紧急的电话，电话转接了3次才接通了绰号为“教练”的慕钦。慕钦提了一个问题：“他们能随行就市吗？”

“绝对能。英国政府绝对不希望损害个人投资者的利益，他们可都是选民。”

沉默。

“告诉他们我们买10亿英镑。”

“太棒了，鲍勃。简直太棒了！当然，你得签署这封承诺函，因为你是主要决策人。”

“不，你签。你是合伙人。”

“说真的，必须由你签。你才有这个国际影响力。”

多布金起草了承诺函，传真到纽约，律师稍加改动，重新打印，慕钦签了字，再传真给多布金。多布金立刻去罗斯柴尔德国际投行见托尼·奥尔特。“我特来向你呈上一件非常特别的东西。请你审阅。”

奥尔特看了看这封简短、大胆的承诺函，放下信，惊叹一声，一切尽在不言中。

“这项目归我了吗？”

“别想，埃里克！这只是精挑细选过程中的第一轮甄选。就是有了这封承诺函，整个过程也不能缩短，需要大约一年的时间。”于是在这一年里，多布金几乎每周都要搭乘协和飞机，通常来伦敦开五六个会，有时只为了一个会。

一年以后，“选美大赛”正式开始——对承销商候选人进行一一评估。英国政府顾问奥尔特像朋友一样和多布金打招呼：“嗨，埃里克。”但这次会面绝非朋友小聚。伦敦城主要投资银行的高级合伙人组成了评审委员会，代表女皇政府尽其爱国义务。多布金要对这些伦敦城的精英们说明情况。初选之后，该是时候对关键的北美市场主承销商作出最后决定了：“多布金先生，你们高盛对价格有什么建议？”

多布金当时决心不只要赢得英国燃气公司的北美承销项目，还要竭尽所能推动对伦敦城传统承销模式的革命性变革。通过回应这一问题，他直接从各个方面痛击了传统承销模式。英国投行从不透露哪些机构将成为次承销人，多布金却立刻亮出了底牌，向委员会提交了一大本厚厚的财务数据表，表格的最左栏列出了所有的机构投资者，右边各栏则依次列出各个机构的具体数据，包括“总资产”、“净资产”、“已经持有的同类股票”、“可以接受的价格”、“股票需求量”、“单独会议次数”、“研究部联系人”等。多布金的目的就是完全透明。这还不是全部。“如果您希望了解，我手边的这个大文件夹，每家机构一页纸，这是我们公司对各机构投资英国燃气公司的决策前景的评估。”接下来，多布金要求向北美市场分配更多的股票，因为北美机构对持有少量的股票不感兴趣：“要想出色完成女皇陛下财政部的这项任务，我们需要更多的股票，才能满足美国机构投资者的真正需求——只有认购量足够大，仓位足够大，他们才会持有并继续购买。”

多布金接着转向具体价格问题。“您问我高盛认为英国燃气公司合适的发行价格是多少。我们的判断是，如果低于125便士，那就是对皇家政府不公平，对英国人民不公平。如果低于这个价格，坦率地说，我个人都无法接受，因为女皇陛下和英国人民有权要求合理的价值。高盛还在此额外承诺：当价格不超过135便士时，高盛将购买5亿美元的英国燃气公司的股票。”

沉默。

“谢谢你，多布金先生。您能在外边等一下吗？”

多布金站起身来，收拾好文件，郑重其事地慢慢环视了一下

评审委员们，走出了会议室，步履尽可能庄重得体，然后安静地坐在候客厅中等候。过了半个小时，他觉得应该有个答复。过了一个小时，他已经无法想象接下来会发生什么。他是不是言过其实了？他漏掉了什么吗？其他的公司是不是同样很有说服力？难道其他公司做得更好？两个小时以后，多布金已经从泰然自若转为惴惴不安了。哪里出问题了？这很可能是大问题。

两个半小时以后，会议室的门开了。开门的不是托尼·奥尔特，而是约翰·吉尼斯的秘书。“请耐心等待，多布金先生。”又过了一会儿，能源部副部长约翰·吉尼斯走出来说：“好消息是由于您有力的说辞，分配给北美的英国燃气公司的承销额比例将会上升。坏消息是我们不能分配给北美市场您建议的那么多股票。但另一条好消息是：高盛（在北美）的份额被大幅度增加了。还有进一步的好消息，我们不得不打断部长的午餐会，特批了您建议的125便士而非120便士的发行价。您也看到了，这花了点儿时间。”

英国政府周一早晨宣布选择高盛作为国际主承销商。英国政府顾问伊夫林·德·罗斯柴尔德爵士致电纽约的约翰·温伯格，温伯格中断他正在主持的管理委员会会议，在电话中获悉了这一激动人心的消息。

温伯格给多布金打了个电话，“祝贺你，埃里克。你赢得了历史上最大、最重要的私有化项目。这真是个好消息。我们为你取得的成就感到骄傲——到目前为止。”

接下来，他的语气严厉起来，用那种典型的高盛方式说：“埃里克，别把这项目搞砸了。不能犯任何错误。我们都在盯着你——希望你把每件事都做好。”

---

1. FTSE指数，英国富时指数，又称金融时报指数，是由伦敦《金融时报》和伦敦证交所联合成立的FTSE国际公司编制和维护的。——编者注

2. 伊顿公学是英国最著名的贵族中学，素以管理严格著称，是

英国王室、政界经济界精英的培训之地，被公认是英国最好的中学。——译者注

21 为何BP险些成为干井

1987年10月16日，星期五，时速高达每小时100英里的风暴从英格兰东南部席卷至伦敦，圣詹姆斯公园数十棵树龄逾百年的大树被连根拔起，这些树需要花一年的时间才能被彻底砍伐、烧掉或者拖走。由于折断的树木阻隔了周围城市和村庄通往伦敦的铁路和公路，很多往来于城市间上班的人无法进入伦敦城注。要不是因为周末，交易所就要因此停市好几天。到了周一，也就是19号，自然灾害之后接踵而来的则是伦敦股市单日的最大跌幅，当天全球市场也遭受了巨创。在纽约，道琼斯工业指数下跌508点，跌幅达到22.6%，这是最大的单日跌幅。

在几个月之前，英国政府已经指定那个周一通过大宗交易来减持其持有的BP剩余31.5%的股份。注在BP的这宗交易中，每个承销商都有其确定的角色。高盛的战略是非常直接的：在最大的一部分股份的国际配售中申请成为政府顾问，其在美国的销售力量很有优势。然后，作为惯例，高盛会在股票上市时指定自己为主分销商和承销商。BP计划出售11.5亿英镑的新股，这样整个发行总额会达到72.5亿英镑（按1987年汇率约为120亿美元）。英国财政大臣奈杰尔·劳森写道：“这是个不幸的巧合，世界上最大的股票发售碰上了世界上最严重的股市下挫。”

当时英国的承销实务和美国差别很大。这在BP的股票发售过程中有重大意义。美国的承销商用其资本对他们承销的股票承担风险，因此他们需要组织一切力量将股票暴露在市场风险中的时间减到最少，甚至是以分钟来计算。但是在传统的英国系统里，一群机构投资者会承担次承销商的责任，这非常适合股权适度增加的市场。

为了获得一部分承销费，机构会以预定的价格购买数量巨大的确定数额的股票，而作为大型承销商的商人银行，由于只需持有因市价下跌而未出售股份，因而风险敞口很小。

由于英国经济体中少有高科技和高速发展的公司，因此IPO非常少。大多数公开发行的都是进行适度增发而且价值被适当评估的公司。大多数机构的投资组合都已经被指数化或者准指数化了，因此机构投资者可以参与大部分的承销。英国的系统建立在优先权的观念之上：即当前投资者具有通过购买新发行的股份来保护其投资比例的优先权。这种方式相当自由。英国的系统非常适合各方：公司、机构投资者和作为中介的商人银行。大家都认为已经上市的公司应该适度地增加股本，而这样缓慢的增长对各方都非常适合。美国的承销系统则不同：他们认为执行的速度能够保障承销商的市场风险敞口暴露的时间不会过长。

在英国的制度之下，个人投资者可以确信，既然承诺以相同价格购买股票，那些获取完整信息的专业人士就能有足够的时间进行客观分析以确定客观公正的发售价格。作为玛格丽特·撒切尔夫人提出的“人民资本主义”的一部分，在BP的发售过程中加入了一些刺激的成分以扩大持股范围。一份异常简单的申购表被设计出来，如果小型投资者愿意以任何“清场价”购买按比例配售的其他股份，那么他们就能确保获得100股股票。愿意持股3年的小投资者在3年持股期满后还能获得10%的“红股”。还有，购买BP股份的投资者无须在购买当日付清全款。在该次承销中，他们只需支付每股1.2英镑的“申请”款项即可分享全部分红，而剩余的价款则可以分两次在12个月内付清。最后，公众可以按市价进行少量折扣后的价格购买股票。按照当时英国的惯例，承销商在夏季着手刺激投资者兴趣并形成承销团——包括列出机构次承销商名单并准备发售的所有相关文件。根据英国规定，即将发行的股份价格在最后发售日前应在主要报纸上连续公告两周，而股价支付则是在两周之后。

而在美国，价格在发售当天才能确定，机构投资者直到最后一分钟才承诺（尽管他们可能会表示可能购买的数量，其结果就是在承销商的订单上用铅笔“轻轻地圈出来”）。在承销获得证券

交易委员会批准和机构投资者与个人投资者的正式购买确认发出之前的几分钟内，承销商与发行公司签署购买协议，并持有发售的所有股票。

为避免伦敦的承销商承受类似战争爆发等不可预测、不能控制和不能投保的风险，英国的承销协议一般都包含不可抗力条款。如果有不可测的重大事件发生，他们没有义务依旧往前冲：发售会被延迟至一切恢复正常之后。

尽管在其执政之前一直没有提及私有化，但玛格丽特·撒切尔夫人所领导的保守党政府戏剧化而且迅速地将雇用了上百万人的二十几个公司的所有权通过向个人投资者大量发售股票，将它们转变成为私有公司。英国政府认为它没有义务保护优先购买权，而且知道在被私有化之后，这些大企业将会成为FTSE指数的组成部分。这意味着英国的机构如果想要将其投资组合与市场保持一致，必须要像在英国燃气公司的项目上一样，必须成为每次发售的买家。政府也知道伦敦的市场可能还没有准备好吸收这么大量的IPO。因此进入国际市场，特别是进军美国市场就显得非常关键。既然英国的商人银行在北美和日本以及跨欧洲地区的销售力量有限，那么国际发行人对于承销的成功就显得格外重要了。

撒切尔夫人认为英国政府持有了过多的英国工业企业所有权，而政府所有的公司提供的服务也越来越差。这些公司的经营效率低下，由于这些政府所有的大型公司不敢冒险，也不愿创新，更不愿意作出可能令选民不快的决定，因此导致英国经济发展停滞不前。撒切尔夫人坚信要维持企业成长，要允许英国企业家们失败。她的解决方案是通过出售国有公司将英国工业从英国政府和“政治压力”中分离出来，首先是英国电信公司，然后是英国燃气公司。私有化是一个标志性的成功计划，它使不少大公司焕发了活力，极大地扩展了英国公司的股权结构，也扩大了撒切尔夫人为首的保守党的基础并增强了其实力，战后国有化的风潮也被逆转。(注)

但是，政府向私人投资者出售普通股的数量是巨大的，英国

的承销商系统无法处理如此大量的订单。由于这些政府直接拥有的大公司股票是第一次上市，在上市前还没有市场价格。在私有化即IPO中，股价是由供求关系决定的，作为次承销商的大型机构投资者在此过程中也有很大的发言权。

在计划对英国电信公司进行私有化时，财政部将承销商分为国内和国际两组，对英国、欧洲大陆、日本、加拿大和美国都有不同的承销团。这个电信巨人之所以成为撒切尔夫人最理想的私有化对象是因为人人都要用电话。克莱沃特－本森公司于1984年11月被政府聘任担任销售的顾问，该次销售总额为39亿英镑，占公司总股份的25%。这次参与私有化的人数众多，有超过200万的人认购了股份，其中有一半认购了400股或者更少。接下来，1986年12月进行了英国燃气公司的私有化，融资金额达到54亿英镑，1987年英国航空则以9亿英镑的价格公开出售。在这一系列的成功之后，国际各主要股票市场在1987年的第一季度的表现也强劲非凡。9月纽约证券交易所的交易额比1月份上升了44%。伦敦市场7月上升了46%，而东京市场上升了42%。市场环境对后来的私有化来说非常理想，BP正在等待，而进展非常顺利。

BP和之前的国有化公司相比有一些优势：它已经上市。尽管英国政府在收购中东油田时获得了这个大型企业的巨额股份，但BP一直是以私人公司的方式运作。而且出售英国公众拥有的值钱的产业可能带来的政治压力也被中和了。本来积极地挑战其他私有化项目的工党由于在1977年出售了BP的股份，因此无法轻易地挑战BP的私有化，而且保守党在1979年未遭到任何政治性反对就集中出售了价值2.9亿英镑的BP股份。政府和英国股市准备好了迎接平静而有秩序的BP股份配售。

根据其指定顾问的建议，奈杰尔·劳森觉得应该指定两个主要的国际承销商。在英国燃气公司的项目上，财政部举办了“选美比赛”以挑选英国以外的承销商。这次他们选择了高盛而不是英国政府一贯选用的摩根士丹利（为了管理其同时发售的1.5亿股股份，BP选择了华宝）。对于高盛来说，这是一次突破，意味着其在伦敦金融城多年的努力得到了回报。

在高盛内部有不少人对此感到非常骄傲。埃里克·希因伯格（Eric Sheinberg）一直在开拓高盛在伦敦的做市业务，这正好帮助高盛在推介中获得了英国政府的青睐。高盛的英国石油行业分析员对于BP非常熟悉，这在向机构投资者销售股票时很有帮助。在纽约开拓股资本市场部的埃里克·多布金领导高盛在英国的私有化进程中成为主要的承销商。他强调了公司在全球主要工业领域，如电信业和银行业的销售经验以及其作为拥有全球最发达证券市场——美国——的领先承销商的地位。在英国的私有化进程中，多布金的卖点很成功。由于BP意图大力扩大其在美国的股东队伍，因此高盛的战略非常成功。

关于BP巨额股份的承销的讨论始于1987年1月财政部和主承销商的会谈。股票发售意向于当年3月公告，而根据传统，所有承销工作应于10月14日上午11点由财政部召开的BP股票定价会前完成。作为政府的官方顾问，罗斯柴尔德国际投行的迈克尔·理查森表示可能无法在承销商中间达成每股3.35英镑的协议，但是会尽力为之。几小时之后，理查森回到唐宁街11号，说股票已经开始以3.50英镑每股的价格开始交易，这是他能拿到的最好价格，如果要发行成功就需要大量的折扣。与以前卖方希望获得高价而买方希望得到低价的反反复复的讨价还价不同，劳森部长作出了一个令在场所有人都震惊的决定：“成交。”

下一步就是通过竞价确定给次承销商的报酬。一般的费用是发行价的0.50%。由于BP实际上已经介入市场很深，因此费率被定得很低：0.18%，或者说次承销商每出售价值100万英镑的股票报酬为1800英镑。第二天上午，也就是10月15日，星期四，有400多家投资机构登记成为次承销商。

BP在周四收盘时市场价为3.47英镑。伦敦的很多商业银行觉得这个信誉卓著的企业股票是非常容易销售的，因此也很容易赚钱。它们决定在账户上保留比平时更多的股份而不是寻找更多的机构进行更大规模的次级承销[注]。尽管它们的承销风险敞口大于以往，但是与它们的资本相比，对英国的大型承销机构来说，上千万英镑的巨大风险敞口还算过得去。而由高盛领导的美国投行每家都面临5000万~1亿美元的风险敞口。

接下来就到了股市史无前例暴跌的10月19日（周一）。周二，伦敦市场仍然持续下跌。BP的承销价为每股3.30英镑。由于需要支付1.20英镑的现金而其余部分则延期支付，这意味着买家要为延期支付的部分负责，而那部分已经付款的股票售价只有70~80便士。很明显而又很不幸的是，投资者不会从承销商那里以高于市价的价格购买股份，而英国政府明智地感到不能伤害个人投资者，也就是那些选民。除非BP的发售被取消，否则这可能会要求“解除”那些个人按照每股3.50英镑的价格签署的合同或者宣告其无效，这样的话，承销商特别是美国承销商将面临巨额亏损。伦敦承销商和次承销商的总损失可能达到7000万英镑，将这些损失分摊在400家参与者身上后，金融城中损失最大的两家是罗斯柴尔德和华宝，每家的损失约为1000万英镑。

BP股价的下跌可能导致高盛、摩根士丹利、薛尔森雷曼和所罗门兄弟公司各亏损上亿美元，除此之外，各家公司还因股市大跌而在大宗交易业务上有巨额亏损。由于各家公司的财务和名誉损失不同，美国承销商内部进行了激励的争论，但是他们并未在公众面前溃散。在10月23日星期五和接下来的周一的讨论上，他们认为市场的噩运就是不可抗力条款应涵盖的情形，认为全球股市的突然暴跌属于不可抗力造成的结果，因此应当撤回报价，待市场状况恢复正常之后再重新发行。全球市场的暴跌确实是不能预测、无法控制和无法投保的事件，但它属于不可抗力吗？

BP的承销是否应该推迟？承销商们是否应该并自行承担损失？“在伦敦金融城内，最初的共识是BP的发行不能撤回，金融城内的公司同意将损失作为它们正常业务风险的一部分予以消化以保障传统的定价机制。”施罗德的CEO温·比肖夫爵士解释道：“从长远来看，我们认为这是个合理的决定。”市场的下跌，即使是暴跌从来都不是因为不可抗力。所以一开始英国的所有承销商都平静地接受了这个结果并同意继续交易。

而美国的承销商：高盛、摩根士丹利、所罗门兄弟和雷曼兄弟则不这么看。在美国，没有次承销商。这4家公司一共持有4.8亿股BP股份，当时面临高达3.3亿美元的损失。它们中任何一家

在BP项目上的损失金额都将超过承销商在其他所有项目上遭受的损失。

美国承销商要求取消整个交易，而根据不可抗力条款，该主张只能由英国国内承销商在伦敦提起。所有的决定聚焦在第8条，其中对券商在何种情况下可依不可抗力被免除义务作了规定。由于英国承销商数目众多，而他们自己承销的部分相对较小（已经转手给次承销商）——只有他们美国同行的1/10，所以尽管英国承销商觉得10月的股市暴跌不同寻常，但他们并未提出依照不可抗力要求免除义务的主张。不过，最后还是有22家英国承销商经过投票后向财政部建议宣告此次股市暴跌是由于不可抗力因素。如果财政部采纳他们的建议，那么这次承销将被取消。

面对如此巨额的损失，美国人一直主张BP的承销应该取消。在股价暴跌之时承担所有损失将使每个承销商的损失降低。埃里克·多布金认为股市下跌是不可抗力造成的结果，如果再继续交易是非常愚蠢的行为。多布金飞到伦敦见财政部的官员试图取消这次BP的发行。摩根士丹利的阿奇·考克斯和高盛的比尔·兰德里思则到英格兰银行与其副总艾迪·乔治会面。他们的任务是使他们的公司在市场史无前例的暴跌时被免除其承销义务，他们也提出了不可抗力的主张。

乔治拒绝了他们的要求。他们是承销商。他们获得业务的前提是他们就合同价格向英国政府作出承诺。担保就是担保。

同样，财政部长劳森说他“不认为他们说的有道理”。但是承销商的意见确实促使英格兰银行、财政部和国会召集会议讨论承销商的顾虑。银行人员建议提供以每股3.1英镑回购股票的担保。如果该建议实行，这将为3个承销集团挽回7.5亿万英镑的损失，并导致英格兰银行拥有BP的大部分股份。但劳森迅速地拒绝了这个提议。

星期四，4家美国承销商向美国财政部长乔治·古尔德求救。古尔德同意尽力而为。古尔德从英国财长那里得到的反馈是非常明确的——不要让里根总统给撒切尔夫人打电话。“不！绝对不能让里根总统给撒切尔夫人打电话。他说什么她都会照办

的！”然后财政部长詹姆斯·贝克等了一个晚上，终于在奈杰尔·劳森晚上11点出席完在Mansion House注的宴会后代表美国承销商向其提出后来被劳森称为“最有可能的条款”的请求。一名白宫工作人员试图劝说撒切尔夫人向劳森说情。BP的管理层也加入了支持推迟交易的行列。

劳森拒绝了他们的要求，而且撒切尔夫人也支持他。当时艾伦·格林斯潘任美联储主席仅两个月，而他的前任保罗·沃尔克被要求给那4家美国承销商打电话向他们保证美联储会向银行系统注入流动性。

在后来的讨论中，各方同意以每股3.1英镑的回购最低价（地板价）进行回购以保障270 000小投资者的利益，但该最低价不适用于承销商。计划已经有了，但是没有投资者执行。在因等待英格兰银行效率低下的顾问报告而导致的令人沮丧的延迟之后，财长劳森在10月29日周四晚上22点零5分告诉国会：“我希望国会清楚我的目的：第一，最重要的是应该保证纳税人在BP承销中应得的利益；第二，维持BP股价后市的稳定；第三，这次销售不会加剧现有的国际市场困境。我的目的绝不是拯救任何一家承销商，不论它们是英国的还是其他国家的。”每个人都知道高盛和其他美国承销商的手上握有大量BP的股票并希望能够以任何价格卖出。但机构投资者开始停止买入。纽约的对冲基金和交易商开始通过做空BP的股票将其股价压低，因为他们知道他们可以随时从市场上以更便宜的价格从那些承销商手中购入BP股票。更糟的是，做空的投资者可以大量抛售承销商手上持有的过多的迟早要出售的股份。

在高盛，有一个不太为外人所知的非常重要的部门——承诺委员会。它的作用是保证公司从不“以生命下赌注”。该部门在公司承诺：用资本进行大额投资前要全面地识别、理解和讨论投资风险，就如鲍勃·鲁宾曾经解释的那样：“我知道怎么做才是正确的。关注于那些可能出错的事，这才能体现你的价值。”

埃里克·多布金和鲍勃·斯蒂尔是当时起草给承诺委员会关于BP承销项目长达20的页内部报告的负责人，而且他们都知道规

矩：必须包含所有可能的风险；100%的客观；没有倾向性；对于所有可能出现的最坏的情形给予解释；写清楚公司可能遭受多大的损失。多布金和斯蒂尔在各方面都严守这些规矩，所以尽管BP项目情况非常差，但是他们对于最糟情形的预测还是很准确的——这有助于公司的决策层保持其关注点和理性。

美国的承销商都在寻找主张不可抗力的法律依据。摩根士丹利的反应是："告他们！""告英国政府？""对！"约翰·温伯格没有和他们一起抱怨，也没有对法律条文字斟句酌。他很清楚他们的损失有多大，他说："我们买了就自己留着。"他知道巨大的损失让人痛苦，不过他更知道高盛在过去这么多年里为了在伦敦立足做了多少投资，以及失掉商业机会和士气不振将会给公司带来更大的损失。面对公司史无前例的承销损失，温伯格大刀阔斧地决定："认了。"这就意味着公司需要长期持仓，好比在琉璜岛号和冲绳号上付出的损失一样大。后来温伯格坦率地说："如果当时我们在BP项目上斩仓逃跑，可能现在在伦敦连狗窝都不会让我们承销。"

这一切给英国人留下了深刻的印象，特别是最有意义的最高层。后来摩根士丹利由于对英国的承销系统不适应而从大型私有化项目中退出，温伯格的这种直觉判断被证明是正确的。高盛有能力往前推进，承销了英国钢铁和英国电力的私有化项目，而且很快在英国政府和业界奠定了领先投行的地位。

当纽约股市暴跌时，大型投资者到处寻求安全性和流动性。他们购买债券，美联储也在向金融行业注入流动性，因此，债券，特别是政府债券的价格飙升。作为债券的主要做市商，高盛有巨额的债券库存，因此在股票市场暴跌的时候，其在债券市场却大有斩获。BP和其他股票的损失仅仅是公司投资组合的一部分。在固定收益业务上的收入在很大程度上抵消了本可能让公司不堪重负的股票承销和大宗交易带来的损失。公司10月份税前净亏损为3000万美元。约翰·温伯格宣布BP项目上的损失会被计入公司

总的损失中。[注]这样一来，公司内部就不会有政治问题，整个费用总体计入公司而不是哪个单独的部门，否则这将会成为一个被踢来踢去的政治皮球。

在公司内部，BP项目给“国家主义者”公开的最后一击。由于当时伦敦成为高盛战略重点刚刚一年，BP项目的大笔损失又激起了内部关于是否应该国际化的争论：欧洲是一个比较自我保护的市场；业务量一般；利润低；每个国家还有其独立的承销规则和惯例；要想赢利非常困难；重要的机会——容易赚钱的大业务还是在美国等。另外，BP业务还“验证”了两点：公司在北美不可能在单笔业务中遭受如此重大的损失，对于BP不愿意主张不可抗力，高盛“受够英国人了”。国际主义者争辩说，随着英国和其他几个国家私有化业务的开展，美国的承销观念和模式会占上风，而这恰好给了高盛和其他美国公司重要而有利的竞争机会。一如既往，还有一个问题需要回答：现在的合伙人需要花多少钱来开发业务，如果当前的赢利能力不够强，是不是意味着他们的努力就只是为他人作嫁衣？

鲍勃·康韦（Bob　Conway）说：“这是我职业生涯中最糟糕的经历。”作为伦敦办公室的经理，他接到路透社打来的电话：“我们通过一些渠道了解到高盛要提交破产申请了。您对此有什么评论？”在加拿大，BP项目已经耗尽了一家大券商——汇达证券（Wood　Gundy）的所有资本并迫使它与一家大型商业银行合并[注]对于康韦来说，比起跑到每家银行解释高盛的财务状况良好，向指望通过报道这家领先券商破产而获奖的记者来解释这件事的真假算是非常容易的了。他回忆道：“我每天晚上都给我们在纽约的CFO——鲍勃·弗里曼打电话审查所有银行家的来电。那是我一生中最漫长的一周。”

埃里克·多布金接到报社记者的电话：“您知道这个电话很敏感，所以这个电话是以个人名义打的。我从可靠的渠道获知高盛在BP项目上损失巨大，现在面临严重的财务危机。能请您证实一下这是否属实？”

多布金回答道：“我3个小时前刚刚才和纽约那边通过电话。

可能有些糟糕的事情我还不知道。但是，我非常怀疑。我们在BP股票上的确有很大的损失——7000多万美元。但是BP并不是我们唯一的持仓。我们最大的持仓根本就不在股市上，而在债市。我们是主要的做市商，债券的价格正在大幅上涨。高盛过去几天在债券上的收益大大超过在BP股票上的损失。”

多布金知道他打开了一个缺口并且知道应该怎么用：“现在该是你回答我的问题了。你从哪里听到这个谣言的？谁说高盛出事了？”后来，打电话的人被证实是万人迷贵族西蒙·加莫依尔，他后来成为子爵，又成为伯爵，是伦敦的领先券商唯高达证券有限公司（Scrimgeour Vickers）㊟的领军人物，他后来又成为华宝的CEO。多布金去见那个比他高很多的贵族，并给他让其记忆深刻的警告：“别再这么干了。”他们都知道金融城的格局发生了变化。

高盛的合伙人比尔·兰德里思给他在科威特投资局的朋友打电话说：“英国石油前景看好。在发行前一周定的价就非常吸引人，而现在股市下挫后价格更吸引人了。现在有很好的‘买方流动性’，以一定价格大量收购一家大型公司的股票变得容易多了。”

科威特投资局决定购买高盛手上的大量股票并且在公开市场上持续购入。BP的主席彼得·沃尔特在10月下旬发出警告说：“不受欢迎的买方能够以低价购入大量BP股份。”11月18日，科威特投资办公室公告其已经买入BP10%的股份并且正在持续购进。到年底，科威特投资局持有BP18%的股份，1988年3月，通过高盛和其他机构的安排，科威特投资局通过大宗交易持有了BP约22%的股份。

尽管科威特投资局遵循严格的商业运行规则，它毕竟是由科威特投资机构拥有，而后者对科威特政府的战略和政治利益负责。尽管BP的直接竞争对手是科威特石油公司（Kuwait Petroleum　Corporation），但由于科威特投资局拥有大量BP股

份，因此其要求获得BP的董事会席位——现在的戴姆勒–奔驰也对BP提出这项要求。当科威特投资局的持股比例达到22%时，玛格丽特·撒切尔和劳森将此事提交垄断和并购委员会审查。科威特投资局被迫停止买入，并公告其将减少持仓至15%以及主动将其投票权限制在15%。不过垄断并购委员会并不满意，它于1988年9月要求科威特投资局持仓不得超过10%并限定科威特投资局应该在1年内完成减持，1年的期限后来被延长至3年。

在接下来的几年里，科威特投资局在BP的剩余持股价值持续增长，至20世纪90年代，价值已经翻了3番，而券商们意识到有利可图的交易机会，因此一直与科威特投资局保持联系。不过，科威特人选择通过施罗德公司开展工作。1997年5月14日，下午快到5点的时候，施罗德公司分别给高盛、所罗门兄弟和UBS打电话，它们在几周前都知道有大交易要来了。施罗德公司给他们一个小时时间为这个有史以来最大的集中交易进行竞价。

高盛已经准备好了。1996年4月，之前没有欧洲股票交易经验的加里·威廉姆斯搬到伦敦，负责欧洲的股权交易业务。在他上任的第一周，企业融资业务部的一个资深合伙人从客户处得到科威特投资局可能要进行BP股份交易的消息。欧洲股票业务的联合主管威廉姆斯和维特·波特给在纽约的戴维·塞芬打了电话。戴维·塞芬建议他们通过对整个50亿美元的头寸进行投标来作出值得纪念的有力的建议。

会议时间确定后, 戴维·塞芬、帕特·沃德、威廉姆斯和波特与科威特投资局会面并提出了高盛的竞价：按照当前科威特投资局所持BP市值50亿美元，下浮5%。科威特投资局看起来比较感兴趣但是没有提及出售的意向。高盛的团队在一个月之后与科威特投资局见面，并结识了施罗德公司的菲利普·马林克罗特。菲利普·马林克罗特为科威特投资局的“多项事务”提供咨询。在接下来的几个月，他们又碰了几次面，探讨科威特投资局利益最大化的备选方案。但是科威特投资局从未透露过其计划。威廉姆斯回忆说：“科威特投资局和马林克罗特都非常专业，他们要么什么都不说，要么说的全是大实话。”

波特和威廉姆斯在接下来的几个月频繁地讨论。他们同意将尽力作好准备，因为他们知道非常大宗的交易往往有很大的时间压力：留给获取审批、设计对冲战略、审查法律问题以及设计再销售战略的时间都很短。如果能在事前把所有问题都解决，那么他们就可以集中精力根据流动性、风险因素和当前市场准备“正确”的竞价。他们唯一不做的事情是：与任何潜在买方或任何可能与客户交谈的人谈及该交易。高盛对这个交易做了长时间的准备工作，也从未泄露任何消息，但他们偶尔却能听到其他公司的消息。所以威廉姆斯和波特对于他们会接到电话并与其他公司竞争的期望越来越高。

当施罗德公司1997年5月14日来电时，威廉姆斯正在与英国金融服务监管局开会。有一个同事接到威廉姆斯的秘书给他手机打来的电话——因为威廉姆斯没有手机。

“维特说交易开始了，并且想知道你需要多久才能赶到这里。”交易的金额是20亿美元，而不是最初想象的50亿美元，但也是当时最大的交易了。

威廉姆斯离开会议，向同事借了部手机，然后开始寻找出租车。但是当时刚过5点，所有出租车都是满的。威廉姆斯只好朝他认为是正确的方向走去。他给波特打电话，波特正在准备和在纽约的罗伊·朱克伯格、埃里克·多布金和鲍勃·斯蒂尔，以及在伦敦的约翰·赛恩通电话。（塞芬在1996年底退休，因此没有参加。）威廉姆斯最终找到了出租车往办公室赶去，在去金融城的路上他参加了跨洲的电话会议。

威廉姆斯有一项优势：他在可转换证券业务上的经验使得他对于不公开竞价的定价方式有很好的感觉。BP股票在伦敦的收盘价是7.44英镑。整个集团提出了再报价——如果高盛在招标中胜出，应该以7.15英镑的价格从投资者手上购买股份，即4.2%的折扣。威廉姆斯认为7.16英镑实际上就是一样的价格。所以他们将价格提升至7.16英镑。然后威廉姆斯说：“如果我们都认为是715（便士），我们的竞争者肯定也会这样想。如果是715便士，自然报价就是710便士。不过，有经验的交易员不会这样报

价，他可能会报710.10便士或者更聪明的是报710.20便士。如果我们觉得这单生意重要，那么我们就多加点，报710.50便士。这样我们也不至于因为一个便士而失去生意。”多布金也是这样想的，所以价格就这么定下来了。

在接到施罗德电话40分钟后，他们同意以710.50（便士）的价格购买1.7亿万股。彼得·沃尔特给马林克罗特打电话报出了高盛的价格。又过了差不多1小时之后，看起来这段时间很长，沃尔特又给马林克罗特打了个电话，希望能够得到一些内部消息。

马林克罗特的回答很警觉：“彼得，你打电话来是想提高报价吗？”

几分钟以后，马林克罗特回电。高盛的报价胜出。

“第二名的报价是多少？”沃尔特问道。按照惯例，要公开最接近赢家的价格。

马林克罗特回答道：“我从来没有见过如此接近的出价。你确定你们两家没有通过气？”高盛甚至都不知道哪些公司参与了竞标。下一个最高价是710.10便士，在20亿美元的交易中，这是个比一个百分点的1/10还小的差距！

现在高盛获得了1.7亿股BP股份，价值超过20亿美元。可以说……高盛实际上什么都没有做。这个头寸太大了，没法对冲。应对市场风险的唯一方法只能是良好的销售。这就是为什么公司计划在纽约证券交易所下午4点闭市以后才通知客户的原因。4点以后可以开始联系美国的客户，当晚可以联系亚洲的客户。而英国和欧洲的客户可以在第二天一早伦敦开市前联系。

这一小心翼翼的计划的进展也有一些曲折。下午3点，纽约的一名资深合伙人对于市场风险感到不安。他给波特和威廉姆斯打电话说希望尽快启动，因为有些美国大客户的决策者说他们当天会提前下班。波特和威廉姆斯感到应该听从他的建议，他们照办了。也许他们应该向更高层请示，但是他们接受了建议，因为

已经没有时间去争论。现在问题出来了。尽管他们是通过“非交易所”（不通过纽约交易所）的方式向客户出售股票，法律规定如果在下午4点收市前接触客户，那么专家的簿记本在收市后就将被“锁定”，而之后所有更高的公开报价都应该以配售价格进行发售。这会使折扣看起来丝毫不具吸引力。还有，提前锁定价格将会给市场的投机分子以可乘之机，在当天的剩余时间进行“反向打击”。所有这一切都加剧了失误的风险。

按照指示，不少大单是在美国的当天下午和晚上进行的。剩下的部分在第二天早上出售给了英国、欧洲大陆和亚洲的客户。销售结束前，高盛向全球的500个以上的机构和个人投资者以每股7.16英镑的价格（在扣除汇率因素后，BP的美国存托凭证价格为11.77美元）销售了股票。在公司内部，专业的交易员们非常自豪，因为在BP这桩史上由独家机构进行销售的大宗交易的不公开报价交易中，他们在完全不知道其他投标人出价的情况下神不知鬼不觉地赢得了竞争。

高盛在这次交易中的利润为1700万美元，并且证明了大宗交易可以以相对资产价格非常低的成本完成。这是一次成功的交易，但是20亿美元的交易只有区区1700万美元的利润确实太少了，但是这也证明了大宗交易的赢利能力越来越低，已经不足以弥补其市场风险了。

---

1. 伦敦城，此处指伦敦交易所所在的伦敦金融城。——译者注

2. 汉森托拉斯的詹姆斯·汉森1985年5月悄悄地给在唐宁街11号的财政大臣奈杰尔·劳森打电话要求购买所有BP的股票。劳森拒绝了这个建议，他解释说公司需要分散持股，因此不能将所有股份卖给同一个买家。

3. 1945年克莱门的工党政府给出了国有化的5个理由：加强劳工关系；促进全员就业；提高生产效率；使垄断更加有效；以国家的长期利益取代短期利益。

4. 大部分的英国承销商保留了他们参与承销部分的5%，而BP

的顾问罗斯柴尔德国际投行和华宝则保留了10%。而施罗德在其承销的1000万英镑中只遭受了可以容忍的150万英镑的损失。

5. Mansion House是位于伦敦金融城的著名建筑物，财政部的许多重要活动都在此举行。——译者注

6. 同样的记账方式也被用来处理马克斯韦尔和解中用于支付所谓的分析员和解罚金的部分。

7. 汇达证券后来与加拿大帝国银行合并。——译者注

8. 唯高达证券有限公司后来被花旗银行收购。——译者注

22 换岗

在伦敦康乐酒店用胡桃木装饰的安静餐厅里面，约翰·温伯格正在和英国通用电子公司（GEC）的CEO温斯多克勋爵进行会晤。讨论的主题是继任者。很明显，温斯多克不在乎别人说他任人唯亲，他就是想让他儿子来掌管英国通用电子公司。温伯格说他和公司高层谈过了，但是发现这不太容易。“我和我看中的一个人谈过了，他说他不想一个人坐CEO的位子，所以我会任命联合管理人。”

发掘继任者是温伯格最重要的事，他很快选定了史蒂夫·弗里德曼和鲍勃·鲁宾搭档作为固定收益部门的联合管理人。鲁宾和弗里德曼在第一次会面时就很喜欢他们之间的特殊关系。“同是律师，鲍勃和我有很多共同点。”弗里德曼说，“律师们都通过发问来了解事情并且会系统性地思考问题。我们第一次见面是因为有个朋友给我打电话说他的律师朋友不想再继续做下去了，想介绍我们认识一下。”尽管他们俩有区别：弗里德曼擅长通过具体数据掌握所有证据，而鲁宾则主要关注统领全局的观点，他们还是有很多共同点：除了都接受过法律训练之外，他们都有很高的忠诚度，相互喜欢并且信任对方。他们都决意要加快公司步伐使其更具冒险精神、更富创造性以及更赚钱。在经过多年的共事之后，他们建立起了不同寻常的深厚友谊，这对他俩来说都非常重要。他们组合在一起之后，越来越多的人认定他们将会是公司的接班人。

鲁宾可以兴致勃勃地花费数小时分析各种可能性并得出他对复杂问题的性质的理解。弗里德曼则是能够迅速与客户的决策者建立起良好关系的天才，特别是当客户处于压力之下时。他的关注程度能够让客户看到他对于他们的问题或危机有多么关心。鲁宾能建立起良好客户关系部分要归因于客户对于他精明头脑的认识，没有太多的自我需要和总能以更广阔的视野看待人与事。

他们总是最主要的个人奉献者。尽管他们在与个人和小团队打交道方面都非常优秀，但他们既不是天生的或被训练出来的“好人缘”，也从来没有过管理由差异很大而且还时常有冲突的团队组成的公司的经验。在职业生涯的大部分时间里，他们都是充满激情的领导，通常是在小而且关系密切的团队中工作，而不是五六百人的团队或者五六千人的公司。与此相适应的是，鲍勃·鲁宾唯一的业余爱好就是飞竿钓鱼，而这项爱好必须要学会像鱼一样思考。

在好几个合伙人眼里，鲁宾和弗里德曼属于关注于一系列交易的内部人士，但很少承担发展长期关系的责任。两人在上百个个人问题上会提出创造性的解决方案。但是和大多数前任或同级别管理人员一样，他们都不需要发掘在大型团队中获得共识的技巧，即将千差万别的业务和不同团队的人员整合到相互融合的组织性的战略中去。

他们两人有非常不同的管理方法，而且经营方式也不同。比如，他们准备着手进行债券业务的重组，弗里德曼搜集并打印了足足一码厚的资料和财务报告，然后就埋头钻研细节，为了保证自己彻底了解债券交易的方方面面，他还经常细致地对各种问题作出标注以及自行查找各种具体的事实。然后他会和各小组的领导进行核对，他还经常会提出大量的问题并自下而上地进行越来越深入的研究。相较之下，鲁宾则邀请各小组的领导会面并与他们一起发掘看起来是最重要的商业理念和模式，特别是那些正在逐步变得重要的理念和模式，这样他就可以了解业务开发的方式、公司感兴趣的机遇，以及各种情况下的风险。作为他学习的战略，鲁宾以个人方式去了解经理们以及他们的想法和业务，而这是弗里德曼所无法企及的。

弗里德曼几乎就是本能地用角斗士的方式思维，快速、敏捷、积极和充满力量是其最重要的特点，但是他的重点是抵御他们的竞争对手，一对一地在每一次战役中赢得胜利。

就如弗里德曼所说：“我喜欢激烈争论，就像考试一样：你能改变我的想法吗？”鲁宾则不同：他对于在讨论中获胜的兴趣

并不比在一场简单飞碟游戏中取得胜利的兴趣大。如此这样，他们可能对事物产生不同的看法。

例如，他们俩都常常开玩笑说要穿上护膝，因为他们经常需要代表公司的某个部门去给客户下跪道歉。有一次，他们在一个沮丧的合伙人请求他们去道歉时表现出了大不一样的反应。这个合伙人说道："这是个大客户，他非常生气。他要求我们道歉——至少要道歉。""是他弄错了，"弗里德曼坚持他的一贯做法，"我们知道我们是对的。没必要向那小子屈服，我才不管这客户有多牛呢。"

"我去，"鲁宾很平静地说，"他的办公室在上城，我下班回家时路过的。问题不大。"

当鲁宾到达客户办公室时，客户非常生气，他说的话鲁宾都没法听清。鲁宾听着他再次强调重点。这个客户继续发泄他的不满，而鲁宾只是听着。客户解释他为什么这么不高兴，鲁宾继续听着。客户说他希望鲁宾能够理解他而且很高兴他能够听他说，他意识到自己可能反应过度了，但是还是感激鲁宾来他办公室听他诉说。客户说现在整件事情说开了，所以也有了比较现实的理解，他们工作关系可以恢复如初了，也许更好。

鲁宾继续听着，客户说他确实很欣赏鲍勃能够这么快地处理这件事，而这样的事件很可能会使很多人反应过度，并导致交易告吹。鲁宾还是继续倾听。过了一阵子，鲁宾还在倾听，客户终于停了下来伸出手与鲁宾握手，他说："再次谢谢你，鲍勃。谢谢你能过来听我说说我这边的情况。我确实非常感谢你今天所做的，来听我诉说。现在很高兴，这一切都过去了，我们还可以一起好好地做生意。鲍勃，真是感谢你为了挽救我们的关系所做的一切，我欠你一份人情。你是个王子。"他很热情地与鲁宾握手，并将他送到电梯，微笑着说："再次感谢你，鲍勃，你真行！"

第二天，弗里德曼问道："鲍勃，我知道我们开过'创新性地卑躬屈膝'和为工作而拍马屁的笑话，但是你昨天听他啰唆半天鬼话不烦吗？"

“他很不高兴，想把他想说的都说出来，而且还要让我们听见，”鲁宾解释道，“所以他不停地说，我在听他说话的时候就在考虑我明天该干些什么事情。对我来说，听他说话完全不是问题。”

负责持续性业务的管理层（所有专业的服务业务都是持续性的）都是日复一日地将公司的业务培育得越来越专业，同时小心翼翼地减少和改正错误。领导们关注于决策性行动和决策本身。鲍勃·鲁宾在领导和管理两方面的才能都非常突出。

“弗兰克，我能跟你谈几分钟吗？”鲁宾跟合伙人弗兰克·布罗森斯（Frank Brosens）一起走出管理委员会的会议室。会议开得很顺利。布罗森斯刚刚做出了一个关于日本股权权证掉期交易的大胆承诺，委员会非常赞同他的建议。布罗森斯自己完成了整个演示，但是作为一个学习过程，他邀请扎卡里·库布里尼克作为观察员出席会议。布罗森斯知道他涵盖了所有的基本点和事实，但是他不太相信鲁宾会对此如此感兴趣，而且在会后立即对他表示祝贺。他猜对了,鲁宾可不是来对他的表现表示恭维的。

“弗兰克，”鲁宾很随和地说，声音很放松：“你和我都知道，尽管库布里尼克很年轻，但是他对日本权证的了解和你一样多。这次你真应该让他来做介绍，给他面对管理委员会进行演示的机会。这样的话，你可能没有功劳，但是，你会变得更高效，弗兰克，一定要记得要和别人分享功劳。”

“鲍勃·鲁宾是我最好的老板。”合伙人汤姆·斯泰尔说：“他总是听你说，那是真正的倾听，以便能够了解所有信息和你最好的想法。他对行动计划非常清楚，绝对清楚。他总是很冷静，出人意料的冷静，而且从来不会因为市场或者某个人的行为而发怒，那些不会影响到他。他处理行动计划时非常果断。”在其他人询问他的意见时，鲁宾的回答总是一样的：“你觉得呢？”这样，被问到的人就会回去认真研究并提出他们最好的建议。这也给鲁宾一点时间去考虑并且对如何理解问题进行“最初的预估”。

“不论鲍勃是否同意你的观点，他都会很明确地表示他确实已经理解你想说的观点，即使他最后的决定和你的建议不一样，你个人也不会有什么损失，因为你知道他明白你所知道的，而且只会知道得更多。”鲁宾最不愿意的就是改变理由充分而且是建立在事实基础上的行动计划。他对别人希望重新开始讨论他认为已经盖棺定论的事情非常不快，有时甚至会很生气。除非事实有了显著变化，否则他总是按照既定计划前进。

在布罗森斯被任命主管掉期交易时，他的部门有一个天才，刚20出头，布罗森斯希望让他来主管公司自有账户的掉期交易。塞芬和朱克伯格疑惑是否应该将此重担交给一个如此年轻的人。“去年掉期业务可不太好。你今年是不是需要自己关注一下这方面的业务？

“我对他百分之百放心，他用40%的时间就能干得比我用100%的时间还好。”

鲁宾也插话说：“年龄没有关系。这个时候给他增加责任的话你可以留住一个真正的人才，不然可能就要失去他了。”

这个人就是麦迪奇，它很快就成为高盛有史以来最年轻的合伙人——那一年他才27岁。

1984年，随着市场份额从11%跌至9.6%，高盛在企业债券承销业务上的排名由1983年中期的第一名降至第五名，而更具野心的所罗门兄弟公司的市场份额则从16.2%上升至25.8%。公司内部的辩护派人士傲慢地指出：固定收益部门在开始赢利后（当时是通过减少销售人员的佣金达到的）的15年内能成长为公司最赚钱的部门。现实主义者则说那些赢利具有误导性。因为“赢利”源自两个严重的错误来源：挤压公司作为交易商未能全面参与竞争获取的剩余利润；承受失去像西尔斯–罗巴克公司那样的债券承销业务带来的损失。鲁宾和弗里德曼都决定要进行重大变动：“我们能够看到市场的方向，我们要进行调整。”那已经算是

比较保守的说法了。他们决定变革债券业务并且改变一切可以改变的东西，从改变业务理念、模式以及管理者开始。

鲍勃·鲁宾和史蒂夫·弗里德曼有一张时间表。他们非常确信高盛需要变革，就像曾经的两位约翰一样确信。公司可以像一家小型专业公司或大型全能公司那样发展，但是不能长时间停留在一家中型公司的阶段而“身陷泥潭”，这是他们认为高盛当时所处的状态。他们指出，现在再考虑回到小型公司的发展道路上已经太晚。所以现实的策略就是扩展服务和产品，特别是扩展市场，走向国际。他们希望改变发展方向和业务进程，而且他们还想消除怀特黑德和温伯格仅关注客户服务业务的限制，希望增加有规则、有风险的自营交易业务。竞争正在加剧，特别是来自大型国际竞争者和大胆运用资本并愿意承受风险的商业银行的竞争正在加剧。与最有力的竞争者相比，高盛的发展相对比较缓慢、比较分散而且在新观念和业务方面比较保守。他们相信公司各个部门“一切靠自己”的独立传统使得高盛变得效率低下。他们担心“快速追随者”内在的渐进发展模式已经不再适用。他们认为竞争和市场的发展是如此迅速，除了做一个快速追随者之外，公司必须更加富有创造性，更富有进取精神以及更加精诚合作。如弗里德曼所说：“如果我们在创新问题上不能领先，我们就无法获取相应的高利润。”公司内部的战略规划应当识别新的业务机会，比如销售代表制度以及抵御收购等，只有早点识别这些机会，公司才能在竞争中胜出。

公司内部合作的第一步就是各个大的独立部门放弃对本部门最有利的传统业务的关注。“我对于鲍勃的自我否定非常认可，”弗里德曼说，“我们一次又一次地讨论具体的收购战略，他总是问道：‘怎样做才对公司最有利？’从来没有想过怎样对他本人才最有利。他是最合格的合伙人。”

对于鲁宾和弗里德曼而言，甚至高盛培育客户关系传统的强大力量也被其他人用来当做保守的借口，这正是导致公司竞争力停滞不前的原因。太多员工，特别是资深人士不太愿意指责过去的关系（状况，或利用关系开展业务），或者他们认为那样参与高收益业务，如恶意并购业务、高收益债券、抵押担保和资产担

保证券、衍生品以及其他一切承受已知风险以及利用公司资本进行赢利的高成长业务会玷污高盛的名声。这就是高盛作为服务型中介企业向强大的资本型交易商转变的原动力。

弗里德曼回忆道："我被调来解决问题。公司的表现很不好，很明显有很多事情要做，尽管我曾经梦想赢得全国摔跤锦标赛或法学院的最高奖，或成为高盛的合伙人，但是我从来没有想到过我会成为董事合伙人。那3个梦想确实很野心勃勃，但是在高盛的责任更是显而易见而且不容推卸的。作为执行合伙人意味着要增强公司的实力，这是一个责任，不是终点。"

鲁宾和弗里德曼对保守思想会恶化成为防守型警惕的认识，以及对公司应更加进取的重要性的理解都是十分正确的。约翰·怀特黑德也看到了这一点，而这也是促使他退休的重要原因。而最具有讽刺意味的是，鲁宾和弗里德曼意识到的警惕和保守的作风已经根深蒂固，它成为这个公司以团队为中心的企业文化、为公司和机构客户提供服务、强大的赢利能力、良好财务状况、持续而专业的招聘制度、强大的管理团队，以及可以用以创造更具进取心的业务的持续执行力的坚强核心。在很多方面，弗里德曼和鲁宾仍然试图保留以前的传统，他们通过消除部门隔阂、鼓励和认可跨部门合作，并惩罚不愿意合作的行为，将高盛逐步建设成为一个统一的"大一统公司"（one-firm firm）。

在这一过程中。鲁宾和弗里德曼希望见到的改变有：对于资本金的大胆运用、更多冒险的尝试、根据员工和合伙人的个人表现评估和设定的更具差异性的薪酬制度、各业务线之间更多的合作和互动，以及经营过程中更多地使用计算机。这一切的战略都需要对公司架构和决策程序进行重要的变革。打造强大的债券业务是一项主要的改革措施，但只是改革的措施之一。他们希望高盛能完成彻底的转型。

鲁宾和弗里德曼希望达成的合作在并购和投行部门之间正在进行，这两个领域往往是新生力量的孵化器。公司并购部门的中坚力量是年轻的合伙人——具有领袖气质的杰夫·博伊斯。在基督大学受过训练的杰夫·博伊斯是天生的领导者，他来高盛似乎

就是寻找责任感的。他自1971年开始在并购部工作，1977年非正式地掌管这个部门一直到1980年正式担任这个部门的领导。这是一个高速发展的阶段，这个阶段的利润也很高。博伊斯有着超凡能力，能通过分析、互动、评估所有可行性以及方法来解决问题。而且，他像一个国际象棋大师一样能够超前对变化的结果进行非常精准的预测——其准确性在某些人看来非常振奋人心，而对某些人来说则是一些无懈可击的、逻辑严密的观点。

博伊斯干得最漂亮的一次是1984年盖蒂石油公司（Getty Oil）的股价在彭氏石油公司（Penz Oil）提出收购要约后上涨了38%，由80美元上涨至110美元。高盛被盖蒂石油公司聘请来抵御这次恶意收购。利益冲突和盖蒂石油公司的内讧以及出现在公司董事会上的不愉快使得整个局势非常复杂。一个董事与彭氏石油公司联合发起了这次恶意收购。受盖蒂石油公司影响的董事会成员认为应该接受如此优厚的收购条件。博伊斯，尽管是在场的人中最年轻的，但却是并购经验最为丰富的一个，他的看法却不一样。盖蒂石油公司雇用高盛保护股东利益，而博伊斯则代表公司谨慎地确定价格在什么样的区间内才最公平。年轻而又精于分析的他非常自信自己的判断是正确的，因为他很确定高盛的团队对每个因素和每种可能性都作了严密的分析并且得出了慎重而合理的结论。博伊斯解释说公司的剩余价值很明显高于出价。尽管当时只有彭氏石油公司出价收购，他坚持说如果允许高盛到并购市场上寻找买家，他们能够找到更高的出价。所以，合理的决定就是拒绝彭氏石油公司的要约。一些人认为在时间如此有限的情况下拒绝彭氏石油公司的要约是非常不现实的。尽管他因为这些三四十岁的董事对他的判断和分析提出挑战而越来越孤立，但是博伊斯不为所动。

紧张气氛在升温。议论也越来越多。博伊斯仍然坚持己见。

最后，新来的董事，特别是那些有着很多商业经验特别是并购经验的董事们发火了：“年轻人，年轻人就是没有经验，我都不明白你在说什么。你根本什么都不懂。这是桩好买卖。我们应该接受这个出价，马上！”

博伊斯仍然坚持。他是高盛精确判断的代表。

剩下的时间越来越少，根据法律，博伊斯和他高盛的团队只有10天时间去获取更高的出价。但是博伊斯很坚定。结果，4天以后，在高盛找到数个潜在买家后，得州石油出价130美元，这几乎是给每个股东增加了20%的收入。最后成交额为110亿美元，这也成为史上第二大并购案。

在他60岁的时候，约翰·温伯格已经在银行家中有着很高的地位，享受着个人的成功；和那些最主要的客户进行最令人印象深刻的交易；赚取大量的费用；接受越来越多的对他成就的认可；享受来自客户和其他合伙人的爱戴。在将他的时间和精力统统贡献给高盛之后，他在工作之外几乎没有任何爱好，甚至没有业务之外的朋友，所以很容易理解温伯格没有马上离开他领导的公司。温伯格认真地将他挑选的继任者鲁宾和弗里德曼带上任，确认他们的能力以及他们能够胜任对公司合伙人以及很多主要客户的组织性领导。这需要时间，同时他们也有许多重要工作需要完成。

在高盛快速改变业务和做出重要战略性决定的时候，温伯格仍然领导着公司。这些决定，也可以说是关于“不”的决定：不做给很多公司带来灾难的过桥贷款；不改变公司关于不作营利性恶意收购以及不做水街的“秃鹫基金”[注]政策。尽管温伯格很多保守的决定都是明智的，但是随着市场的转变，这些决定后来就显得过于保守了。在债券被分为高级、中级和垃圾债券的年代，温伯格仍然对垃圾债券——后来被称为高收益债券——不太感冒。可以理解的是他也慢慢地认识到债券资本市场和公司融资业务的迅速变化，这些变化的原因是保险公司和债券型共同基金由于其投资组合设计多元化而开始愿意接受风险和收益都较大的单只债券。

温伯格相信领导权的顺利交接将是他事业的一个顶峰。他想他已经让他的继任者按照正确的步骤把该做的做完了，将他俩培

养成了联席领导人。在1985年8月宣布鲁宾和弗里德曼自12月1日起成为固定收益部门的联席领导人时，他说：“他们能力超群，非常有天赋，我们还有很多有天赋的员工。” 温伯格还没有准备退休而且几乎还没有准备好宣布他的继任者，尽管大家都猜测最后会是鲁宾和弗里德曼（鲁宾当时已经在公司工作了19年，弗里德曼工作了20年。）温伯格继续他有保留的赞扬：“史蒂夫和鲍勃都没有在固定收益部门干过，但是他们是非常好的组织者而且会与部门的其他精英们一起成长，而将来的领导人可能就来自这个部门。”

温伯格把这次宣布作为推出两人的长久计划的一步，他对于在之前的5年里在公司的发展过程中给予他俩越来越多的权力以及在这个过程中富有远见地奠定高盛行业领导地位的计划的效果感到很骄傲。但是鲁宾和弗里德曼并不这样想。

他们认为，作为这个竞争激烈的市场的中介，高盛需要扩大其服务范围并在市场全球化的同时在主要区域市场建立领导地位。在高盛发展的过程中，它的经济和赢利能力都会上到新的台阶：即从经纪代理上升到承销人员，从交易员上升到管理经纪人，然后到董事合伙人，最后到资金雄厚且能承受风险的独立交易商。每个台阶的天花板就是下个台阶的地板。作为领导者，鲁宾和弗里德曼需要设定概念性的框架，他们鼓励和奖励为了提升公司组织性动力而作出一系列变革的具有进取精神的领导。“约翰·温伯格对于战略计划不感兴趣，”约翰·怀特黑德解释道，“所以史蒂夫·弗里德曼和鲍勃·鲁宾在业务方面固守公司的预算和计划并且按部就班地管理着公司业务。”

“没有人选择或任命我们去掌管债券业务，”说这话的时候弗里德曼好像忘掉了约翰·温伯格的重要角色，“没有人任命我们：实际上我们是在发现问题之后自我任命。没有人选择让我们领导公司。但是我们实际上已经领导公司了。我们看见哪些工作需要做，我们就做了。我们在被正式任命前已经担任公司事实上的首席运营官好几年了，鲍勃和我成为公司的联合领导是自我选择的结果。对于债券业务，我们迎难而上，一边前进一边作着临时准备。我们尚未突破重围，而且还希望理解每个人的观点和角度，

这样采取行动的时间就会太过漫长，特别是我们有时候还需要迂回前进，因为约翰·温伯格那些人还需要我们的报告以便了解进展情况。”鲁宾和弗里德曼都确信需要采取较为激进的组织和战略改变，但是温伯格却不是特别赞成，特别是当他看到其他公司因为改革而面对大额“必要的”损失时，他更加不确定了。

每个充分发展的组织都是相互贯通的，但是如何招聘和训练那些不同性格的人使他们能够重新适应是一个挑战，特别是当目标是将新组织变得不同寻常和更好时。

一个可能的方式是提高在岗人员的素质。弗里德曼和鲁宾没有时间按部就班地工作：他们现在就希望进行重大的改变，特别是固定收益部门。

对于高盛来说，突然的变更、转岗和降级都是新鲜事物，所以当两名资深合伙人突然被转岗时，很多人感到震惊。埃里克·希因伯格在当了14年合伙人之后被调任到公司债券部门做负责人，同样的事情也发生在了伦敦的罗伯特·马克斯韦尔和约翰·吉列姆身上。领导公司承销部门21年的合伙人吉列姆被仅有两年合伙人经验的纳尔逊·阿班托取代。希因伯格被惊呆了，只能说：“我最好什么都别说。”而其他人则在想：是时候了。弗里德曼是这么说的：“如果保留年纪大的合伙人会阻碍那些优秀年轻人的发展，这样公平吗？符合我们对于精英们的承诺吗？”

当公司以过于激进的价格战胜所罗门兄弟赢得生意而不得不持有上亿美元的库存证券时，吉列姆遭到了挖苦：“历史会告诉你我们太激进了，”顽固不化的阿班托说，“我因为太激进而感到罪恶。”在鲁宾和弗里德曼的领导下，公司的债券业务由避险、最低限度使用公司资本、提供深入的客户服务向大胆使用公司资本承担风险的高赢利方向转变。

债券业务的革命需要与公司内部的变化相得益彰。比如后台过时了，而且没有被整合进公司的运营中。信息部门被要求开发新的子系统，在工作一年之后他们被告知：“这个我们不能用。业务改变了，我们的业务和以前完全不一样了。”

弗里德曼开始为公司每年约为5亿美元的庞大IT开支寻找原因。他一开始与很多IT经理见面，很快就得出结论："其实很明显，IT必须和业务直接整合，高盛必须在产品线经理的层面上计算出成本和价值的比例，这样，当经理决定他需要什么样的价值时，成本自然也归他出。"

弗里德曼负责处理关于由他和鲁宾设计的固定收益部门的薪酬制度的投诉，这个制度的目的是找到使各个单位更具竞争力的方法。

如果操作得当，债券销售人员的收入可能大大超过投行人员。因此有投行人员向弗里德曼投诉。他们得到的回答是："没错，他们比你挣得多，有些人比你挣得多得多。那有两个原因：第一，他们都是非常聪明的人，工作也很努力。第二，更为重要的是他们的职业发展路径和你不一样，他们有可能成为合伙人。所以，除非你认为债券销售员的工作比你的好，否则别再拿这个说事儿了。如果你经过深思熟虑后还是觉得他们的工作更好，告诉我，我会立即安排你去债券销售部门面试。"怨声马上销声匿迹。

弗里德曼和鲁宾动作越来越明显地想迫使温伯格交出公司的管理权，而温伯格也开始考虑他担任公司高级合伙人是否太久了。在确定必须迫使温伯格交出指挥棒后，弗里德曼和鲁宾去见他。弗里德曼回忆道："我们直截了当地对他说，如果他决定留在公司，那我希望他知道这意味着我会离开，因为我一直希望能够早点退休，以便开始第二次职业生涯。我不希望等到他70岁之后再掌10年的权。那太浪费我的时间了。"

1990年12月，鲁宾和弗里德曼正式成为联席资深合伙人和联席CEO，而温伯格则成为资深董事会主席并继续为主要客户的大项目工作。鲁宾和弗里德曼会共同担任联席CEO三年。

他们共同推进符合他们战略需求的组织性变革。部门的独立性被打破，公司内部的不同小组之间也有了更多的合作和互动。为了适应公司要求对计划和结果承担责任的重要趋势，各部门领导的独立性也被削弱。弗里德曼说："只有当很大一部分人被吸

入进来在共同目标、相同标准以及相同利益下的相同业务中一起成长，才容易形成强烈而一致的企业文化。随着公司人员的增多，特别是忠诚度、经验和优先权的增多，团队合作的概念变得越来越重要和富有挑战性。”

为了增强公司的赢利能力，有一个变革是鲁宾和弗里德曼觉得有必要实施的，他俩找出对建设性改变没有耐心的优秀人员，将他们提拔到关键位置以便能够让整个团队跟上他们的节奏，消除对于现状的不满。弗里德曼和鲁宾坚持要将他们所有建议拿出来讨论并鼓励争论——让资历较浅的员工先说，这样他们就不容易和上级起冲突，而上级则可以在了解下级真实想法后再提出他们的见解。他们相信深入和公开的讨论能够使作出的决定获得更多支持。

他们通过提前讨论并作出决定来领导权力更大的管理委员会——这意味着他们把握着主动权。而他们则通过管理委员会对公司进行领导和控制。他们聚在一起讨论每一个复杂的问题，厘清问题或决定背后的基本事实，然后找出最佳战略和最有效的执行方式。

弗里德曼回忆说：“我们先在私底下达成协议，然后再把它拿出来。如果我们有一个人对某个决议特别有意见，我们就先把那个强烈的意见搁置下来。如果我们双方对某个决定都有强烈的意见，我们就会采取较为保守的方法。鲍勃和我从来都没有过争执。我也不记得我对他动过气。我们都会问同一个关键问题：我们怎么做才是对公司最有利的，也是最赚钱的？同时，我们认识到所有成员都拥有可采用的信息和见解——尽管它们可能不一定都有价值。”他们尽力使委员会成为讨论和决策的论坛，而非仅仅是一个批准机构。

尽管弗里德曼和鲁宾相信他们从来都没有强行推行过主张，一直觉得他人的见解是有用的，而且所有的讨论都涵盖了应有的变数，但是委员会的其他人却认为他俩将各种事件搬到委员会来只是为了获得认可而已。弗里德曼和鲁宾都认为应当提高容忍度：如果演讲人在重复自己观点上花费的时间太长，大家在打断

他说话时最好用这样的语言“这是我们第1次听到你第3次重复你的观点”。对于各部门领导生硬的提问也被认为是对约翰·温伯格将权力下放给不同业务线和不同区域经理的开放、自由风格的剧烈变革。有些与会者认为这并不是一个合伙制度下的正确程序。

为将他们的决策焦点表现出来，鲁宾和弗里德曼说：“如果我们认真地阅读了你们关于建议的内部文件，就不需要任何演示。”这使得有些投行人员没法在每次讨论一开始时就使用扣人心弦的演示以形成决定性框架并取得会议的主导权。

鲍勃·斯蒂尔回忆道：“鲍勃和史蒂夫认可一样最重要的因素：大脑。他们总是寻找最聪明的人。”但是这种仅仅对智力的关注不是每次都正确的。而另一个合伙人则回忆道：“史蒂夫和鲍勃都非常理性，但他们忽视了人性的有些方面也很重要。”会议中越来越重视知识的力量，而且当弗里德曼和鲁宾向被弗里德曼称为“战略和战术动力”和零缺陷的方向发展时更是越来越明显。塞芬回忆道：“由于决策会议的目的是处理非常复杂的事件——只有最棘手的事情才会拿到会议上，鲍勃·鲁宾在会上一次次地提出具有洞察力和杀伤力的问题，这些问题你巴不得别人不要问。鲍勃的特长就是知识面广，执行经验丰富以及具有将事物概念化的能力。那太不可思议了。他对于发生的事情得及其原因把握得极其准确，但是在处理情绪或与其他人合作方面就不那么在行了。”

弗里德曼外在的自信和与他内在的不确定掺杂在一起。比如，他可能会担心极小的细节，甚至对拜访客户后的感谢信也逐字斟酌。有一个无法忍耐的合伙人脱口而出说：“史蒂夫，高盛是个大公司，你还有好多要紧事要做。赶紧把那封该死的信签了吧。”有一个成员看起来经常过于明显地在每次会议中和刚结束时不停地表达他对弗里德曼言论的欣赏，管理委员会的一些其他成员对他的行为感到很吃惊。有一个合伙人回忆道：“管理委员会由12人组成，他们可以分为史蒂夫派和鲍勃派，鲍勃那一派有9个人而史蒂夫那一派只有一个人——汉克·保尔森。”汉克·保尔森是芝加哥发展势头良好的投行业务部门合伙人。弗里德曼将保尔森对他的赞同看做是他俩有着共同的目标、作为银行家的相同

经历以及相同思考模式的表现。他们几乎随时准备好了就日程安排中的事项进行讨论。保尔森已经习惯在周末的时候往弗里德曼家里打电话。这些对话将两人逐渐拉近，使他们之间的友谊更为深厚。

在弗里德曼和鲁宾展望的未来中，随着高盛的全球化发展，高盛会面临巨大的机遇，但是必须采取更为激进的措施。否则，最好的业务就会被那些精明和强悍的竞争对手夺走，境内的竞争对手有摩根士丹利、所罗门兄弟、雷曼兄弟、第一波士顿以及美林等，国际上则包括华宝、摩根格林菲尔(注)、施罗德和野村，大型银行则有花旗、摩根大通、德意志银行、住友、汇丰和大型的瑞士银行等。尽管大多数商业银行会犯这样那样的错，但是有些银行肯定能赶上来。它们有非常有分量的资源——巨大的资产负债表，良好的公司和政府客户关系，军人般的雇员以及本土优势，这肯定能让它们成为更强大的竞争对手。

公司的慎重、决策延迟以及折中都是问题中的危险部分。就在弗里德曼和鲁宾对战略性决策的迟缓感到沮丧时，他们促使部门间打破独立运作的努力使公司的内部沟通和竞争力都得到了加强。这个变革依赖于大家把具有可行性的信息积极地传递给相关的人；组织内“没有秘密”的多方共享的文化和广泛的沟通；格斯·利维时代的扁平化管理；以及公司为方便每个人的联系而提供的技术支持。即使是在周六和周日，对于每个合伙人来说，每天有上百条信息来往是非常正常的，无论发件人和收件人在世界的哪一个角落，而及时和当天回复则是强制性要求。

弗里德曼和鲁宾相互之间的沟通非常畅通。就像怀特黑德和温伯格为了防止别人在他俩之间挑拨离间，定下的明确的政策：“如果你要和我们其中的一个说，那么你就是在和我们两个说。我们需要让对方全部知道。”如果头天深夜有人对他们中的一人提出问题，第二天一早很可能是由另一人来回答。正如弗里德曼回忆的那样：“我们不希望任何人在我们中间插一脚。我们俩亲密无间，那是因为我们必须这样。但是当别人认为我们过于激进叫我们杜宾犬时，我觉得很不舒服。”

作为董事合伙人，鲁宾和弗里德曼必须非常积极地维护和全球主要客户的关系而且还需要对他们在全球市场承担的风险有很好的理解。所以他们俩都频繁出差，分别应对关键客户。弗里德曼解释道："我们采取的是一人在家，一人出差的政策，因为我们认识到两个人合作和关注会使公司所向无敌。"他接着开玩笑地说道："我们平等地划分市场和客户，我很高兴选择了巴黎。"

鲁宾和弗里德曼希望让高盛为客户和潜在客户提供服务的广度和深度都能够独树一帜，所以他们在全公司启动了一项具有领先水平的关于合作的"360度"个人表现评价制度。每个人的评价都来源于部门内外与他一起工作的每个人。他们还建立了"交叉评分"的评价制度，由其他小组的经理对本组人员进行评估以保证公司上下一致的客观性。"在360度评估制度下，每个人都知道他们对于其他人表现的评价是有意义的，所有的事情每年都会摊开来看两次。"弗里德曼回忆道，"每个人都被引导着一定要表现他们的优势而不要暴露弱点。"传统上由不同部门领导承担的对业绩评估和薪酬的控制对鲁宾和弗里德曼来说非常重要。集权带来了连续性，也能嘉奖公司内部的集体协作，同时削弱了各个部门大头的权力。弗里德曼回忆道："我们需要对人员的评估进行控制以驱动公司前进。"

弗里德曼认为薪酬方面还可以有更多的差异性以达到更强的纪律性和责任心。而公司对此进行整体控制比各部门单独进行控制要好。弗里德曼解释说："就薪酬来说，公司对达到最大和谐的兴趣开始超过对僵化评估的兴趣，所以给个人的酬劳基本上接近他们的期望，因此他们很收敛。"弗里德曼指出问题的一个根源："如果评审人员有50个人等着他去评审——当然，这并不常见，那么他需要快速地浏览这些资料才能完成工作，即使其中可能有一些人的职业生涯已经危在旦夕了，他们也有可能发现不了。这对个人的职业生涯来说不公平，我们需要给员工准确的反馈。"弗里德曼和鲁宾准备强制推行客观评判，以避免任人唯亲。这一决策要求每个部门的领导对其员工一年进行两次评估，将他们分为4个等级，等级的划分将反应到薪酬等级上——甚至部门领导也反对："但是我都找不到第4等的同事。"在最后一等的员工很可能被辞退。如果一个员工连续3年或4年都被划为末等

——有时被人称为“第5等”，他极有可能被辞退。

在过去，合伙人中的大部分人常年拥有相同的份额。这种情况不会再有了。在第二次两年评估之后，以业绩为基础的差别产生了作用——合伙人知道其他人的份额。合伙人份额间的差距变得越来越明显，合伙人越来越频繁地要求取消合伙并只承担有限责任。

弗里德曼确信自有资本投资是非常赚钱的业务。高盛具备将其自有资本、企业融资专业知识、大量的企业资源、对企业和行业的深入研究能力、机构投资者关系以及通过私人客户服务业务获取富有个人客户等优势结合在一起的理想优势。通过其与成千家可能考虑拆分和剥离业务的客户公司高管人员的良好关系，高盛可以获得客户在操作业务前第一通电话的业务优势。但是启动自有资金投资并不容易。

“让公司开始第一笔投资真是麻烦透了。”弗里德曼回忆道。他当时想往科尔伯格–克拉维斯（KKR）的第一笔基金里面投入600万美元看看私人股权投资到底能有多成功。反对力量很强大，有些合伙人说“我们可不愿意支持别人的业务”或者“自己去设立基金去吧”（弗里德曼之前曾经试图从高盛提前退休建立他自己的基金，后来离开高盛后他确实成立了私人股权投资基金)。对于“科尔伯格–克拉维斯将我们视为竞争对手”的抱怨，弗里德曼回答道：“是的，但是他们会习惯的。”“最后，我们投资400万美元从洛克菲勒手上购买了报纸业务。至少，我们开始了。”弗里德曼说道。

正如弗里德曼回忆的：“对于私人股权投资，最关键的是有汉克·保尔森——他是个彻头彻尾的投资银行家，也是投行服务部的联席管理人，他负责监控和领导并促进该私人股权投资部门的业务成果与投行业务盈亏的结合。如果我们对我们的投资者技巧感到满意而且有最好的项目来源，我们的整体竞争力就会增强。但是如果我们需要最优秀的项目，那只能来自我们的公司客

户，而且这意味着我们需要投行服务部的同事们为我们工作。一旦我们能够适当地搭建系统，我们就会成为拥有优势地位的投资者。”

弗里德曼私人股权的提议几乎没有获得任何积极的支持，反倒是有不少反对声音，这正印证了他关于“让一个好主意获得认可比获得一个好主意难多了”的说法。但是在私人客户服务部门的融资支持和高盛3亿美元的承诺下，高盛资本合伙人（GS Capital Partners）一期于1991年成功融得10亿美元。在高盛另外3亿美元的承诺下，高盛资本合伙人二期在1995年又融得了17.5亿美元的资金。投资回报证明了公司的能力，甚至更多的资金也能融到，高盛在私人股权投资方面越来越成功。1994年，拉夫·劳伦的私人公司以1.35亿美元的价格被收购，而到3年后IPO的时候，投资价值已经翻了3番，达到了5.79亿万美元。毋庸置疑，对于私人股权投资的热情与日俱增。

就在弗里德曼对房地产的兴趣驱使他对这个行业的驱动力量进行研究时，公司的专家告诉弗里德曼获得重要办公大楼生意成功的关键是要有大租户。“作为有众多员工、许多设备、交易大厅的特大特殊空间要求，以及能够接待众多来访者的地方，高盛本身就是大租户。既然这样，为什么要把经济利益让给开发商呢，我们可以自己留着啊，既然我们能找到大租户，我们自己，我们应该拥有自己的办公楼。”弗里德曼回忆道。公司从俄亥俄州一个开发商手上买下百老汇大街85号的总部办公楼并将其修建完工就是遵循了这样的思维，并在乔治·多蒂（George Doty）的建议下进行的。完工之后，大楼被整体出售给大都会人寿然后由高盛回租——这期间高盛拥有100%的营运控制权，包括零散利润。

在90年代初期，公司也在伦敦金丝雀码头注认真勘察。伦敦商业地产的出租在传统上都是长期租约，而且每5年按照市场价格进行调整。规避价格上涨风险的唯一方法就是自行购买写字楼。作为负责各种行政事务的董事合伙人，弗雷德·克里门达尔参与了两宗金融城地产的竞价并以高价胜出。每日电报公司将其庞大的印刷业务搬到了伦敦的多克兰大街。如果在新年前能够完

成交易，那么每日电报位于舰队街的海绵状大楼在圣诞节那一周就可以腾空。空出的地方用于修建新办公楼非常合适，因为其所处地段位于全球闻名的彼德伯勒区。出于税务原因考虑，克里门达尔很快设立起一家位于海峡群岛的公司并买下了该处房产——不过由于当时并未获得管理委员会的批准而遭到批评。该交易非常成功。

不过，机会仍然不那么具有吸引力。就如弗里德曼回忆的那样："我可以预见到2010年的金丝雀码头将会是非常好的物业，但是在作出决策的时候仍然存在许多问题：你现在看到的任何商店和公寓在当时都不存在，交通也很差，我们对该地段极其不熟悉，由于没有地铁，而且交通灯都还没有安装好，甚至我们到达那里都花费了很长时间。而且，作为合伙制的企业，我们在税务方面还有各种各样的问题。因此，管理委员会没有通过那个项目。"无论如何，高盛的自有资本投资——不仅仅是建筑物上的投资，的确在高盛内部风头正劲。

鲍勃·鲁宾看到了无数的以自有资本进行交易的高收益机会，也很清楚交易中更大的风险是时间，交易商必须拥有能支持长期且有耐心地等待结果的资本；就像凯恩斯所观察到的那样，市场维持"错误"的时间会长于投资者等待的时间造成"赌徒破产"的现象。如果高盛的目的是追求最高利润率的自营交易机会，那它必须接受突然而且不规律的赢利或损失，而这正需要非常耐心的资本。

作为自营投资者，世界上的其他金融组织很难获得如此多的业务机会。公司的客户关系网络具有强大的优势。但是对自有资本投资和并购业务来说，高盛的合伙人在资本上的确是一个不利因素。优秀的投资需要很多年才能够成熟，但是合伙人每年都要对其表现进行衡量。自营投资的风险可能集中在投资的早期，但是回报却都是在后期才能获得，这与合伙人制度的时间表无法吻合。解决这种错配的方法之一就是使用"记录时间的记账方法"（dated account），也就是说进行投资的合伙人在任何时候均可享受投资回报而无须考虑回报的时间。

但是这不是弗里德曼和鲁宾所要的解决方法。他们都是技巧高明而且经验丰富的防守型选手，对于风险和未知性的警惕性很高而且善于防范。对于他们来说，更多资本承诺的组合和对于流动性的更多需求是非常直接的管理问题，应该有更好的解决方案，那就是很早以前由弗雷德·克里门达尔提出来的公众持股计划。

随着越来越多的公司上市，或者正在采取行动，小心翼翼的约翰·温伯格已经准备好研究这个问题，但是没有作出明确的承诺："你认为我想上市？不是我！"温伯格和其他一些人花了数年反复考虑IPO以及如何使合伙人精神发扬光大，而弗里德曼和鲁宾很快接受了这个主意。1986年12月，他们代表一致同意高盛上市的管理委员会向合伙人们做了一次失败的演示。在周六早上的会上，作为广泛公认将成为下一代领导的鲁宾和弗里德曼提出了他们的观点，他们表示公司今后的机会就是成为强大的交易商以及私人股权投资者，并解释了为什么公众持股能够使得公司获得更丰厚的利润。

现在回头看看，那些参加演示会的人认为周六早上的演示会不是很成功，因为它出人意料的无力而且很不专业。最重要的原因是事前合伙人们根本没有时间对IPO进行思考，所以合伙人对这个复杂的问题以及它今后对整个组织和文化带来的影响没有进行足够的理解。在高盛，合伙制度在人们心目中，特别是在合伙人心目中是神圣不可侵犯的。大多数人相信公司的合伙制度会永久存续下去，而合伙制度正是公司持续成功的力量源泉。

每个人都能看到IPO能让资深合伙人快速致富，而对于在一周之前才成为合伙人的37位新合伙人（这一数量是之前合伙人数量的两倍）来说却非常清楚，他们很少的那点股权将被冻结，在未来的10年或者15年间，他们只能作为在任合伙人获得极少的一些财富。（鲁宾在研究这件事情的后果时，甚至觉得新任合伙人在IPO后将会有更多收益。）资深合伙人受到了照顾，因此他们保持沉默。不同的群组提出了问题。有些人对于他们积聚的财

产将会曝光感到担心。投资银行家在其业务中没有对大量永久资本的需求，而且对将大笔的自有资金投入交易业务也不感兴趣。随着会议讨论的进行，对失去前辈合伙人多年培育而且希望能够代代相传的合伙人制度将面临的风险，合伙人的情绪逐渐高涨，甚至有人悲愤落泪。反对的声音如此强烈以至于到了放弃准备IPO的地步。但是鲁宾和弗里德曼都决心改变高盛的结构、战略、运营、激励机制和控制体系，并投身于公司的国际化发展、承担风险、运用技术、加强纪律和对资本的运用。

约翰·温伯格选择坐在和管理委员会距离比较远的位子上，可能从表面上也说明了他对这个建议不支持，在台下的合伙人听众们都知道如果上市的话他的股份价值会超过1亿美元。周六晚上没有作出任何决定，按照惯例召开的晚餐舞会在索斯比举行。

周日早上，在会议重新召集以前，新晋合伙人聚在了一起。如果他们同意，他们能够以37票阻止决议的通过。史蒂夫·弗里德曼随后到场。他非常生气，并坚持说不应该有任何利益集团来阻止决议的通过，每个人都应该自行以公司整体利益为标准进行投票。“你们不需要把自己当做特里莎修女，投票是应该考虑个人的利益，但是起码有一半要从对高盛最有利的角度考虑吧。”新晋合伙人们被吓住了：他们知道弗里德曼特别支持IPO，而且他们还知道他们的合伙份额将来会由管理委员会决定。

执掌投行服务部多年，而且为他弟弟提供过很多无价建议的吉姆·温伯格站起来就忠诚的管理和合伙人的职责范围讲了一段话。他认为上市的建议毫无疑义。现任合伙人有责任把他们继承到的传统作为管理经验传授给下一代。另外，他没有兴趣阅读报纸上关于合伙人收入的文章。对于很多人来说，这说明约翰不太喜欢IPO这个建议。就如吉姆·温伯格以前经常做的一样，他获得了合伙人的同意。不需要再投票了。

有人认为，随着对IPO的反对，关于合伙制度的传统价值观应该得到加强，合伙人将更加投入地参与公司的建设。有些人相信全球化的战略获得了认可。还有一些人担心贪心的精灵已经被从瓶子里放了出来。而对很多人来说，从住友注入资本说明战略

成长和国际扩张所需的资金不一定需要通过IPO来解决。其实根本无所谓。高盛的合伙人们在心理上还没有作好高盛将成为公众公司的准备。

当公司不上市的决定公开后，鲍勃·鲁宾对全公司说："作为公司的合伙人，我们不是公司的拥有者。我们更像承担诚信义务和发展企业文化的人。我们确实不认为我们有权出售高盛。"

1992年12月11日，公司通过电子邮件召集所有能到会的合伙人参加在百老汇大街85号的15层会议室举行的临时会议。高盛的合伙人当时认为鲁宾和弗里德曼可以执掌公司5~10年。

没有人会想到克林顿最后会当选总统。10天以前，被任命为国务卿的沃伦·克利斯托弗给鲁宾打来电话希望他出任财政部长。但是鲁宾说华盛顿对他而言太陌生，而且觉得劳埃德·本特森相关经验更为丰富，他才是最佳人选。后来克利斯托弗和其他人促成了鲁宾去白宫担任经济政策协调职务。

"我可以问问一些非政府人士的建议吗？"

"比如谁？"

"嗯，我想知道史蒂夫·弗里德曼怎么看。"

在参加完阿肯色州一个长长的会议之后，从未想过要去华盛顿而且也不太熟悉克林顿的鲁宾要去华盛顿了。第二天一早，当他回到纽约时，他直接去高盛和合伙人们会面并告诉他们他的决定。他非常疲惫，而且饥肠辘辘。

从小石城到纽约的飞机上，他写下了所要讲的内容，然后在早饭时对他的团队讲话。他非常正式而又充满激情地表示他非常珍惜在高盛获得的经验和友谊。但是对他的合伙人们来说，他显然已经将他的个人重心转移到了华盛顿。

史蒂夫·弗里德曼现在变得比较孤单了。合伙人们敦促他任命有能力的人分担领导全球的职责。对很多人来说，失去鲁宾的意义远远超越失去一个商业领导。这种失去是精神支柱的垮塌。

斯泰尔说：“对我来说，脑海里高盛合伙人制度的一幅固定画面就是鲍勃·鲁宾和慕钦，他们手里拿着一杯咖啡站在交易大厅，静静地谈话，谈论市场和一些他们将要实施的主张。那是早上7点。为什么每天一大早他们就如此深入地进行讨论。因为那正是他们想要做的事情。而那也是高盛所有人一直以来的做事方式。我在摩根士丹利也干过一段时间，那里的人都将他们的工作当成个人行为，那是他们可以做和做过的事情，但是在高盛，它的内涵更丰富，它是一种生活。”

在过去，公司对于专业人员的招聘是非常清晰的：几乎不会横向招聘，这样的政策使得在公司工作的人不会担心他们会有竞争对手。人们一起工作得越久，他们之间的相互理解和沟通就会越好。这些年来，这个规则已经多次被例外所打破，几乎不能再称之为规则了。国际化是变革的动力，就像向债券业务的转移、收购本润，以及高盛资产管理业务的扩张一样。

在内部没有合适候选人的情况下，只能从其他组织招聘核心人员。来自库帕斯的乔治·多蒂负责管理内部行政事务。来自保诚保险的克劳德·巴拉德则开始带领不动产业务的新队伍。吉姆·温伯格则是在欧文斯科宁玻璃纤维公司工作了15年以后加入公司的，当时是约翰·怀特黑德给他电话说：“我们正在招聘优秀的人才加入我们的投行业务和开发企业客户关系。这最适合你了。”来自所罗门兄弟的迈克·莫塔拉领导着按揭业务。西蒙·罗伯逊来自克莱沃特－本森。西尔万·赫菲斯来自罗斯柴尔德国际投行，负责法国的投行业务。1993年，刚刚结束在纽约储备银行9年工作的杰拉德·科里根在其52岁时加入高盛，掌管公司的国际咨询集团。

横向招聘不像它表面看起来那么简单。就像一位银行专家解释的一样：“当你成长得太快，开始横向招聘，你就会犯错误了——招聘提拔错误的人。这些人被称为公司内部的敌人——别人

不愿帮助的人，别人不愿接触的人，甚至惩罚这些坏人都会对公司造成伤害。你只想聘用那些能干的外来者，但是他们通常需要忘掉他们在前一个地方的工作习惯和工作方式。这几乎决定了他们肯定会不一样。再加上他们对我们的人员和工作方式不熟悉，出问题的概率非常高。而当他们强烈的独立个性碰到依靠团队合作和内部沟通的公司文化时，出问题的概率会再次升高。他们需要对团队和公司负责，对我们负责而不是对我。”

“从其他公司转入高盛通常是非常困难的。”合伙人朱·马基哈拉说，“学会在其他公司如何取得胜利之后，典型的横向招聘是为了达到盈亏权力和责任，但是这会与高盛的团队价值观冲突。”通过横向招聘进入高盛的肯·威尔逊作了个比较：“如果你开展一个个人英雄式的项目而且还失败了，你会陷入双重危机——一个是失败，另一个则是试图靠单打独斗获得成功。在所罗门兄弟，很难让合适的分析员或产品专家去亚洲工作。但是在高盛，很简单，搭下一班飞机去亚洲工作就是标准的操作程序。这样的公司才是会赢的公司。”

---

1. 秃鹫基金，指的是那些通过收购违约债券，然后进行恶意诉讼，谋求高额利润的基金。——译者注

2. 摩根格林菲尔（Morgan Grenfell），英国著名投行。——译者注

3. 金丝雀码头（Canary Wharf），是伦敦金融中心所在地。——译者注

23 转型

多年以来，华尔街的交易员和专家的关系非常疏远，两个团体都非常骄傲，既不相互尊重也不喜欢彼此：双方都认为对方知道的事情无关紧要；对方对事物的理解没有意义；对方所做的事情毫无价值。但是在一次知识界的历史性变革当中，由强大电脑和广泛数据库所支持的僵化学术金融数量模型与华尔街交易员的创造性结合在一起，成为非常强大的组合。这个组合改变了一切。最主要的变化因素是金融衍生产品的开发。不同种类的衍生品交易非常活跃。从数量上看，短短的10年里，衍生产品交易发展成为在传统现金市场中占有显著位置的业务。他们还将以前被割裂的市场和货币“连线”成为覆盖所有证券、货币，以及时区的庞大且相互联系的全球市场。

学术界与交易员们的第一次联系发生在20世纪70年代世界银行的“臭鼬”工作组里。在世界银行的司库——善于打破常规的尤金·罗思伯格的领导下，该小组将世界银行变成了全球最大和最具有创新精神的借款人。罗思伯格的目标是降低银行的借款成本。他的战略是通过创新来节约成本。因此他招募了像马克·温克尔曼这样富有大胆创新精神的理性主义者进入他的臭鼬工作组。

1977年，马克·温克尔曼从世界银行被招聘到高盛固定收益部门进行金融期货和国债交易。 (短期国债期货和长期国债期货分别于1976年和1977年开始在芝加哥商品交易所进行交易。)高盛固定收益部门的人都不了解期货，所以温克尔曼与其他离开世界银行的人一起开始想在这项看起来肯定会蓬勃发展的全新业务中大赚一笔。不过即使是最积极的乐观派也会因为这项业务连续几十年的爆炸性增长和发展而目瞪口呆。不断增长的期货业务超乎所有人的想象并为高盛带来了一系列的赚钱机遇。

由于金融期货在当时还是非常罕见的金融工具，人们知之甚少，尽管它与几乎毫无风险的政府债券相关联，仍然经常被错误定价。这就为做空期货或相关政府债券以在经常被错误定价的利差之间进行各种无风险的掉期交易提供了机会。由于有十多种不同但是可以互换的政府债券可供交易，因此温克尔曼在真实风险极低的条件下稳步地获得了大量利润。维克多对"降低收益率曲线"——例如3个月和6个月的政府债券之间的定价错误——非常感兴趣。不过这些定价错误的放大效应非常小而其掉期价值也大大小于政府债券期货的交易价值。

1978年的"利率简直是疯掉了"，温克尔曼回忆道。最主要的原因是政治因素。为了获得枪炮和黄油——为美国进行的越南战争和他的"伟大社会"买单，林登·约翰逊总统制造了一场人为延迟的通胀。这场通胀在吉米·卡特的任期内爆发，最终由美联储主席保罗·沃尔克将它停住。通过强行推高利率，美联储开启了能够进行现金–期货掉期交易的各种发财机会，这些机会都等待着温克尔曼的部门去发掘。

维克多理解固定收益掉期的学术理论，但是对高盛的交易员来说，这些理论过于学术化。维克多自己不是交易员，演说能力也比较差——对于管理委员会那些对学术理论持有偏见而且对期货不太熟悉的交易员来说尤其如此。当温克尔曼开始与管理委员会会面并解释他如何进行这类交易时，管理委员会的反应是："谢天谢地，你终于让我们把这些东西弄清楚了！"管理委员会的反应日渐积极和温克尔曼稳步获得大额赢利促使乔恩·科尔津在政府债券交易中使用新的技术。在亨利·福勒加入高盛后，高盛成为美国政府债券的注册交易商，不过科尔津同意温克尔曼的话："如果仅仅是债券的交易商，你永远赚不了大钱。"在政府长期债券的有风险的交易中，科尔津能为高盛赚很多钱。

作为政府长期债券的交易员，科尔津与温克尔曼作为掉期交易者的业务范围不一样，两人的思维模式也差别很大。温克尔曼非常严谨而且精于分析，对市场数据了如指掌而且非常仔细。科尔津能融合各种观点，对市场有敏锐的洞察力和直觉，敢于承担风险。当两人由于种种原因在同一宗大型竞价或投标中碰面时，

他们在观念和方法上的本质区别使得他们很容易在巨大的交易利润面前发生直接冲突。

弗里德曼和鲁宾希望找到能让高盛避免和最领先的两家债券交易商——所罗门兄弟和第一波士顿进行最惨烈竞争的办法。最开始的想法是在高盛内部进行调动。鲁宾知道温克尔曼是一个好经理而且具有维护纪律的决心。温克尔曼非常理性和冷静，有点严肃而且还不太合群。科尔津是一个勇于承担风险的人，也是一个冷酷的交易员。他非常温和的待人方式，使他在高盛内外都有很好的人际关系。温克尔曼并不想在高盛公司内成为科尔津的下属——而这正是科尔津所期待的。在一段尴尬期之后，两人同意作为同级别的领导而共用5楼的办公室。当弗里德曼和鲁宾被任命为联席COO时，科尔津和温克尔曼被任命为固定收益部门的联席领导。科尔津对无法独揽大权而再次感到失望。不过，尽管有管理权分散的缺点，但是一旦弗里德曼和鲁宾非常清楚地要求他们协同作战，他们还是做得比较成功。温克尔曼说道："一旦我俩达成了必须共事的共识，我们就能发展出一套明智的结构，而且很快就发现合作是很容易的事。"不过两人在个性、处理业务的方式、战略观念等方面的不同点是无法隐藏也无法调和的。

在弗里德曼和鲁宾于20世纪80年代早期接手该部门的时候，他们意识到所罗门兄弟是该业务的先导者，也是他们需要击败的对手。他们有意打破公司以往的传统招募了几个所罗门兄弟的人，这些人跳槽到高盛并于80年代中期开始扩充该项业务。几年之内，从所罗门兄弟来的人都离开了高盛，但是他们在公司从仅仅提供服务向注重利润、承受风险的自营业务的转型过程中影响颇深。

除来自所罗门兄弟的大力支持以外，由于市场上精明的机构越来越多，该类业务被证明难以为继，高盛也有意识地从原有的仅仅基于利率水平和债券期限作出判断的业务向关注管理并在全球不同证券以及跨市场的投资组合的利差和掉期业务转变。合伙人里克·卡洛奇克非常满意地解释道："现在，利率是高是低、市场是涨是跌都不再重要。我们能够定期地获得利润，而赢利的稳定性对我们这种需要巨大头寸交易商的资金成本至关重要。由于

有了电脑系统和历经考验的风险控制手段，我们这项复杂的现代债券交易业务运作良好。这一债券业务非常复杂，难以解释。在从事这项业务之后，随着对业务的了解越来越多，我们也非常清楚，作为经理他们都能干什么，但是要将这一切向该业务之外的人解释非常困难——他们也难以理解。”有意识地承担风险并且管理这些风险已经成为高盛的核心业务方式——特别是格斯·利维和鲍勃·鲁宾，他们都是从掉期交易业务起家，而且培养出了一套创造性地利用风险赢利的思维模式。卡洛奇克解释道：“我们想方设法理解所有风险以及各种不同风险之间的内在联系，然后建立起与简单汇总不同的业务风险的投资组合。”

在一个接一个的领域中，弗里德曼和鲁宾在公司债券业务的战略和结构的多种层面同时进行变革。创新正在加速和扩容，市场特点的最根本变化是新债券市场正在加速成熟，导致新产品的利润率不断下降。它带来了公司竞争策略和竞争步伐的变化。高盛再也无法延续怀特黑德以前小心翼翼的战略，即先让竞争对手开发新产品和服务，然后制定最适合自己的实现方式并通过强大的关系网来获得市场的统治地位。弗里德曼回忆道：“那种策略成效太慢。任何实施那种策略的公司只能等到最佳赢利时机结束后才能拥有市场。”

高盛采取了一系列的战略主动性措施来赢得市场或追赶竞争对手的发展。弗里德曼从第一波士顿手上购买了阿瑟–沃尔特公司以开发利率互换业务，不过，出于信用方面的顾虑他的业务受到了限制——特别是对那些不太适合合伙会计制度的“长尾”互换业务来说更是如此。在很长一段时间里，公司只作为中介进行互换业务，但是由于科尔津和温克尔曼的争取，最后他们获得了自行进行互换交易的批准。

乔·基尔希鲍姆带领固定收益资本市场小组与债券发行人协同配合，通过向投资者显示如何对市场作出快速反应进行交易而获得战术收益来创造业务机会。这很像在重复格斯·利维和鲍勃·慕钦在机构股票市场业务创造大宗交易时的模式。

当高盛准备进军按揭业务的时候，所罗门兄弟在该项业务上

已经江山坐稳了。高盛可能要经历五六年无利润的时间进行市场开发才能获得显著的市场地位——这对合伙制度来说显然太长了。而其他公司，例如所罗门兄弟和第一波士顿，它们已经有了深厚的基础，因而能够通过其市场优势地位订立竞争条件。不过鲁宾和弗里德曼主意已定。

为挤入这个市场，高盛决定承受几年的损失。国际债券在80年代初是以欧元债券的方式出现的，这些债券的所有交易都在境外进行，因此很快成为国际金融市场的一个重要组成部分。但是从国际角度来看，高盛国际化程度和执行力都很差。卡洛奇克后来承认："80年代中期，我去了伦敦，在那里我们损失了不少钱。原因之一是人员不合适。当时确实很混乱。"

作为其在潜在新市场试验的一部分以及出于建立小型商品业务的愿望，鲁宾启动了期货掉期业务。他当时已经设立了一项小型的外汇交易业务并且正在考虑进行黄金交易，这些初步的战略在高盛收购本润公司的行为下显得微不足道。随着商业票据利差的缩水，弗里德曼和鲁宾认识到仅仅进行调整并不够。公司开展最久的业务需要整体重组。在认识到温克尔曼和科尔津两人处理业务的不同方式之后——一个是分析型，一个是直觉型；一个是客观型，一个是感性型，弗里德曼和鲁宾对整个货币市场业务进行了重组，不仅仅限于商业票据业务，它也将渗入到被科尔津视为已出的政府业务领域中的国债和联邦机构证券业务。温克尔曼回忆道："公司的商业票据业务已经以相同的方式运作了30多年，同时，商业银行正在通过降价来挤入市场，利差已经崩溃。如果将风险考虑在内，这项业务已经无利可图。在商业票据市场做市非常愚蠢，我们进行该业务只是为了支持我们的投行同事。尽管我们不赚钱，但是这至少帮助了我们与其他公司建立关系，然后再发展这些关系。"

温克尔曼看到唯一现实的出路：比竞争对手更大力度地削减费用，这样也许能够重新赢利。削减费用的唯一方式就是：将除了不寻常或者很难操作的订单之外的所有订单自动化并且存入电脑。

尽管两者表面上看并没有明显的关联，但是将学者和交易员联系起来的事件也仅仅是80年代中期鲍勃·鲁宾给罗伯特·默顿教授打的那一通电话。尽管在传统上他们两人生活在完全不同的世界，但是他俩都极其聪明，魅力十足，他们非常享受两人的第一次会面。鲁宾正在寻求不同寻常的聪明人士以帮助高盛开展新型业务，这项新业务主要是基于几所大学金融经济学家的一系列复杂见解而开发出来的。研发一如既往地非常重要，他问默顿："你认识数量经济和建模经验丰富的人吗？"默顿建议他和麻省理工学院的一名年轻教授——费舍尔·布莱克谈谈。"他非常优秀，很有希望获得诺贝尔奖，他正在办理离婚，所以希望生活能有一点儿真正的变化。他在好几个方面都表现卓越。甚至连他名字的发音都很独特：F-i-s-c-h-e-r，我觉得他很特别。"

随着他对芝加哥期权交易所兴趣的与日俱增（他在交易所设立之初就有所涉足）。鲁宾对于由领先学者开发出来的关于市场行为的数学观念，特别是起源于麻省理工学院，芝加哥、哈佛和耶鲁的"数量学"非常感兴趣。很快，鲁宾就认识到麻省理工学院富有创造性的领导人实际上就是费舍尔·布莱克。他教授深奥的资本市场理论并且在上课时喜欢以描述反常现象的作为开场白——看起来不太理性的市场行为。(注)

"价值线公司指数在堪萨斯城交易所进行交易，"他在一堂课上说道："由指数代表的多只股票在纽约和美国其他的股票交易所交易。发生定价错误的原因是因为由股票价格加权计算出来的指数并不是每只股票价格的简单加和。"学生们以前听到过类似的说法。这在很大程度上能够说明麻省理工学院的金融课程是多么复杂，特别是对于像费舍尔·布莱克这样因为研发出布莱克——舒尔茨期权定价模型而闻名的、既聪明又有典型的"象牙塔"教授来说更是如此。尽管学生们都非常仰慕布莱克的聪明才智，但是他们依旧认为对他深奥问题的痴迷完全是在浪费时间，而对他们真正想去的地方——华尔街来说，也毫无意义。物理学的平衡观念，即两种相反的能量能够相互抵消的观念，比如进入人体的热量与人体排出的热量相互抵消——这种理论的运用是非常让人敬畏的。布莱克相信市场价格也是由类似的相反力量的抵

消决定的，所以，他的研究中心也是以这种平衡的观念为核心。在布莱克——舒尔茨模型中，假设某一股票及其期权是平衡的，既然两者的价格能够为投资者每一风险单位带来相同的回报期望，那么理性的投资者对于是购买股票还是其期权就不再关心了。布莱克——舒尔茨等式是以数学方法得出的，但是揭开这个等式确实花费了好几年的时间。与费舍尔·布莱克和舒尔茨·罗伯特在同一领域工作的默顿则发现了布莱克——舒尔茨研究内容背后的逻辑相比，默顿的方法更为正式也更加强大，所以它最后成为包括费舍尔·布莱克在内的使用者的通用方法。在布莱克——舒尔茨理论出台之前，每个交易员都有其估计期权价值的方法——估计仅仅是粗略的，对于将大量的资金投入表面看来差距很小的市场进行做市操作来说，还不够精确。由于这套方法为交易员们提供了在进行做市交易时所需的令人信赖的正确价格，布莱克——舒尔茨模型直接从学术期刊中走出来，进入了芝加哥期权交易所和各主要交易商的交易席位。[注]

在布莱克——舒尔茨理论被推出之后，期权市场以及其他衍生品出现了爆炸性增长：由边缘走向统治全球的地位，即走向公司融资和所有金融市场，特别是期权交易业务得以转型。期权业务由一种交易商可能因定价错误而遭受巨大资本损失的业务转变成了交易商几乎不会遭遇任何定价错误风险的业务。通过“动态复制”，交易员能够创造自己的期权，并且能够通过改变现金和股票的组合进行持续变化，这样，他能够做到对这些操作的真实成本一清二楚。随着交易商因定价错误而带来的风险消失，向期权买家收取的溢价也开始收缩并标准化。作为这3项变化的结果，期权走出其封闭的空间，交易量也开始放大。在布莱克——舒尔茨模型之前，期权交易商自行承担任何期权交易的风险，因此他们签发的期权金额小而且还附有各种限制条件，向买家的收费也很高——这当然使得需求量偏低。但是在默顿、布莱克和舒尔茨的高明见解问世之后，交易商能够自行运用模型将现金和股票混合，非常容易和精确地估算成本。这意味着他们能够正确地确定这些“自制的”的期权价格，而无须承受任何资金风险。随着成本的下降，创新精神在华尔街开始盛行。各种期权被开发出来并进行交易，包括利率期权、信用评级、天气、能源和商品价格以及所有具有未来属性的东西。

1971年，美国紧随德国和日本之后退出了布雷顿森林体系的固定汇率制度，汇率价格的浮动开始由供需状况决定。1972年，国际货币市场开始在芝加哥进行交易，1976年国会解除了对于商品期权交易的禁止令。1982年芝加哥商品交易所开始交易一种新的“商品”：标准普尔500指数的期权合同。1983年标准普尔期货期权开始交易——这开启了华尔街和世界金融市场的衍生品革命。90年代，芝加哥期权交易所的相关期权交易量已经超过了纽约证券交易所的现金市场。在最近10年里，全球衍生品交易量剧增，达到了150兆美元——大大超过了股票、债券和货币市场的容量。

1973年起，鲁宾就成了芝加哥期权交易所的会员，他理解布莱克——舒尔茨公式，自该公式发表以来，他就一直在用。鲁宾和其他几位高盛的同事意识到将费舍尔·布莱克的聪明才智与高盛的交易业务结合能够带来利润，而且新型的交易员还可以学习到如何使用严密的分析模型来确定怎样对冲每个风险敞口。对于聘用数量分析员，鲁宾的理由是：“他们考虑的东西和我们不同。这正好是可能带来成功的地方。如果行，这种差别会给我们赚大钱；如果不行，那我们就不要他们好了。”

1983年12月，布莱克教授在剑桥与高盛掌管“最真实的世界”、注重利润、进行务实业务的部门——风险掉期部门的人会面。布莱克对于鲁宾的分析性思维和希望通过将布莱克教授的观念和出色的分析技能与高盛的数据处理能力、交易技巧以及其资本结合起来创造业务机会的观点印象极佳。[注]在几个小时的相互试探之后，他们都了解对方是非常特殊的思考者，而且可以与之共事。鲁宾很快给布莱克提供了作为“试验”的工作机会——这个试验应该会非常成功。布莱克对于鲁宾给“初来者”的薪酬非常吃惊并答应考虑一下。两个月之后，他离开了麻省理工学院加入高盛。

对于布莱克来说，学术生涯的诱惑就是有足够想象空间的自由。现在他发现高盛甚至“比在大学更适合学习，部分是因为高盛的业务要求进行持续的学习以适应新的形势”。布莱克解释道：“我喜爱科学的原因就是因为它最有意思：有些东西乍听起

来非常荒谬，但是当你完成的时候你会发觉它明显是合理的。”他相信最基础的发现来源于对传统智慧的挑战，同时对任何理论和创新的终极验证只能是通过其在实践中的有用性来获得。

布莱克发现，高盛对新想法给予很高的奖励和极大的自由度，这激发了他的动力，也促使他产生了更多的新想法。布莱克认为对所有的投资行为来说，最大的投入风险就是时间。布莱克也相信由于市场的多变和不确定性，拥有一些信仰是非常重要的；他还认为成功的秘诀就是思想上的灵活性和适应性。鲁宾经历过动荡的市场而且深切了解掉期交易的规矩，所以他知道对公司的将来而言，有技巧而聪明地运用公司的资本并承担可量化的风险是至关重要的。所以他向经验丰富并且经历过一系列创新的交易员戴维·塞芬求助：“你要让费舍尔融入公司。”布莱克很快就意识到理解供应和需求的多种资源能够让交易员在所有的交易流动过程中预测价格的走势。

塞芬回忆道：“鲍勃非常有远见，他欣赏精通学术理论和数量模型的人，并让他们与交易员共同工作，这带来了实质性的价值。他非常清楚能够做到这些的人都是非常有能力的人——真正的天才。”鲍勃表示每个部门的领导都应该关注招聘以获得最好的人才。塞芬解释道：“鲍勃是民主党人，不论是个性还是政治倾向都带有民主党的色彩，但是在业务上他非常坚持地对一件事情感兴趣——卓越。”

鲁宾希望得到布莱克两方面的协助。第一，在股票部门的股票和期权交易中使用电脑和金融理论以赢利，布莱克组成了数量战略小组。第二，将金融理论用于识别公司业务中存在的赢利机会，并提出改善这种机会或将其用于公司其他部门的建议。

布莱克最早的研究是检验做多欧式卖出期权（只能在行权期届满时才能实施的期权）和做空美式卖出期权（在行权期的任何时候都可以实施的期权）的风险。鲁宾希望将创新性力量转变成高盛成为全球领先投行和做市商的全盘战略动力，布莱克的工作是其中一部分。“我们从费舍尔那里学到东西，而他也向我们学

习”是鲁宾对他的合伙人的承诺。布莱克与鲁宾一起发起了高盛内部的知识革命。

布莱克是最先加入高盛的数量专家之一，后来又有很多来自美国各知名大学的物理、数学、计算机科学专家，以及来自空间和计算机公司和贝尔实验室的人陆续加入高盛。他们面临的挑战就是创造一套分析性的计算机程序以帮助交易员将高深数学知识的理性逻辑与他们的市场感知和经验联系在一起，不停地创造大量的利润。布莱克被公司委以甄别数量专业候选人的任务。如果他对某个候选人表示怀疑，那么他的决定一般就是最后的决定。

在费舍尔·布莱克之后，鲁宾还招聘到加州大学洛杉矶分校的理查德·罗尔教授和耶鲁大学的史蒂夫·罗斯以及其他市场上或金融界的一系列杰出人物和具有创新精神的思考家。罗尔建立了按揭研究团队，在与高盛强大的销售团队结合起来后，将该业务的创始人所罗门兄弟远远地抛在了后面。交易员在等待答案时经常会失去耐性，而且市场无法将问题解释清楚。数量专家的首要任务就是理解交易员的问题并加以解决。

尽管有些数量专家是冲着高盛的优厚待遇来的，但是大部分人来到华尔街的原因都是因为他们在那里发现了最有趣和最深刻的金融行为。数年间，上百名数量学专家对他们的假设和创新进行思考和分析，并将成果应用于高盛的发展之中并深刻地改变了高盛。

布莱克的办公室有特别好的隔音效果，以隔绝外面的交易谣言。实际上他从未进行过大型交易，他适合待在高盛的原因只有一个：他相信他能改变世界——他认为他可以通过改变人们对世界的认识来改变世界。布莱克知道他能够改变世界的唯一机会就是改变别人看待世界的方法。如果人们固执己见，他也不会认为他们对他个人有意见。他明白任何业务管理的改变都不可能一蹴而就，而只能通过那些从感情上和知识上都能接受变革的人来进行的小型变革来实现。

布莱克是一个非常杰出的文件管理者。除了他的7个文件柜之外，他还保存了超过20G的由他自己输入的所有谈话、阅读心

得和想法摘要。由于非常内向和害羞，他看起来和周围格格不入。这使得他能远离那些拉帮结派的人们。布莱克在高盛的办公室位于29层，墙上挂着大幅的耐克广告，上面是一条乡村公路和这样一句话：“竞争不一定永远都是比谁更快，而是比谁跑得更久。”在他和高盛的合同中，他每周有一天可以进行自己的研究——周六和周日之外。他可能认为他的位置非常理想：华尔街的薪酬没有等级之分，他有充足时间去研究实践。但也有一些人讨厌这一点。高盛的大部分人员不理解也看不到他如何贡献价值，因为他的名字从未出现在任何交易或公司项目中。布莱克在很多其他方面也无法融入公司文化当中，他交流的数百人仅仅是因为他们的兴趣与他有交集或者他能够从他们那里学到知识。如果没有鲁宾的支持和指引，他与高盛的其他部门可以说是无法相容的。作为一个惯于独处的人，他从来都不参与高盛运营最重要部分的合作。他肯定无法成为一个团队的领导，况且他也没有销售技巧和开发客户关系的兴趣——特别是在工作时间以外。更不幸的是，如果销售人员让布莱克与客户进行交流很可能会让他们大伤脑筋，因为布莱克经常想到哪就说到哪，根本无法预测。即使在这个目标明确、把赚钱放在第一位的公司里，布莱克也从来没有将赚钱作为衡量成功的标准。在有些人看来，这并不算糟糕。乔恩·科尔津回忆道：“如果谈到钱，他是世界上最容易相处的合伙人。他真是毫不在意。”

布莱克在下达指令时总是言简意赅而且非常精确，因此，他总是要求别人也要非常精确，他禁止将“确切数据的小数点”去掉。经常为高盛提供咨询服务的耶鲁大学和麻省理工学院的教授史蒂夫·罗斯回忆道：“费舍尔·布莱克看起来像更学术界人士，说话的口吻也像学术界人士。而且他还保留着一些学术界人士的习惯：比如，在讲电话时为了以正确的方式回答你的问题，他可能会在电话另一头停顿很长一段时间。”在对他的期权定价模型和他的文章进行研究之后，日本人和欧洲人都对布莱克崇敬万分。对于他们来说，长时间的停顿和严谨的表达方式更能表明他是一个天才。

尽管交易员和数量分析员的能力能够整合到一起，但是他们获得的报酬可能有天壤之别。如果数量分析员开发出可供交易员

进行交易并赢利的新点子，他一年就能够获得约15万美元的收入。但是利用模型进行交易并且根据指示进行交易或没有进行交易的交易员一年的收入可能是前者的10倍之多。数量分析员嘲讽地解释这种现象："世界上有形式型和实质型两种人。如果你完全是实质型的，你实际上根本没有价值，因为没有人会采纳你的主意。"有一个数量分析小组在他们的墙上挂了一张表格，希望通过这张表格来发现最佳的职位，即处于什么职位的人能够获得最高的收入。

布莱克过于量化一切事情。他严谨的逻辑和只能进行逻辑思维的能力导致他将一些毫无理性的现象描述得极其理性。比如说，有一天他让高盛所有人放下手头的工作，因为他认为高盛应该在金融期货上做空——100亿美元的空头。"如果我们对自己足够坦诚，我们应该做空期货以便能彻底对冲我们在现金市场上的敞口。这样的话，我们对于市场风险的敞口将为零。"

"你知道那要用多少钱吗？"戴维·塞芬问道。

"我知道。我已经核算过每个部门每个小组的市场风险敞口。平均下来，公司每天做多100亿美元。所以如果要排除这些市场风险敞口，我们只需做空100亿美元的金融期货就可以了。"

"'只'就是关键词，"塞芬回忆道，"对于费舍尔来说，这是非常有道理的。"但是那只是理论上的想法。对于高盛来说，它只有不到10亿美元的资本金，根本无法想象"只"用超过公司资本金10倍的资金进行做空操作。对于他们来说，布莱克的建议在理论上是可行的，但在实践上却是毫无道理，甚至有些疯狂。另外，对于在现实世界生存的高盛来说，在上升的市场中做多而不是做空对于其并购业务、承销业务、资产管理业务，以及其他所有业务来说都是非常重要的。

与高盛交易室的狂乱情形形成鲜明对比的是，布莱克永远都保持着冷静和内心平衡。对布莱克来说，模型能对交易员进行系统性约束，以防止他出错，同时也能通过试验来增强交易员的直觉。在布莱克的心目中，理想世界和现实世界在资本资产的定价上在三个方面有所不同：昂贵的信息、昂贵的管理和昂贵的交易

都是使现实世界与理想世界发生摩擦和偏离的原因。每一种偏离都为交易员提供了赢利的机会。布莱克一直持有一种观点，一种他认为超级赢利的观点：中央银行的干涉并不是出于赢利目的，而是经常对利率和汇率进行自由市场所不能进行的调整，这些非营利性调整能为敏锐和理性的交易员提供大量的赢利机会。他希望高盛的交易员也能将这种观点贯彻实施。布莱克认为中央银行的干涉往往是非理性的而且是错误的，如果交易员能够进行反向操作那么他就能赢利。类似的赢利机会在80年代比比皆是。

在他到任几个月中，布莱克在掉期交易上开始大量建仓，出现的情况与他在麻省理工学院课堂上讲授的价值线公司指数股价异常波动类似。这也正是自1982年以来在堪萨斯城交易所以错误价格进行交易的一份期货合同。价值线公司指数是几何平均数，而非算术平均数，而几何平均数有时会小于算术平均数。因此，期货合同价格容易被高估。注 所以最合适的做法就是做多股票，做空期货——除非所有交易能够自动进行，否则这肯定是个噩梦。幸好高盛当时引进了自动交易系统DOT（直接订单交易），所以它们能够自动大量地进行头寸的匹配：买入价值线公司指数的所有股票并做空所有期货。这样的头寸为高盛带来了大量的小额掉期利润——小到不会对市场产生任何影响。在1986年的春天和初夏，这种多——空的头寸安排一直在稳定地增长直至其占据了价值线公司指数1/3的市值。这意味着堪萨斯城的市场参与者在毫不知情的情况下间接地为交易对手高盛提供了巨额掉期头寸。在另一边，最大的头寸被掌握在一群金融学教授手里，他们正在试图挖掘“1月效应”：即小盘股常常在1月份获得超额收益。这些教授做多价值线而做空标准普尔500指数。他们自认为是拥有足够信息的交易者，但实际上他们获得的消息并不比那些整天和小道消息、谣言及其他“噪音”打交道的交易员多。

有一天早上，鲁宾在布莱克的办公室问了一个问题：“如果堪萨斯城的那些交易对手失败而且破产了怎么办？”

布莱克像往常一样用手托着腮帮，挑了挑眉毛，但又非常安静地等待他手下的数量学专家解答。但是没有人说话，布莱克于是说道：“鲍勃，如果是那样的话，我们死定了。”

“但是发生这种情况的可能性有多大？你能估计一下吗？”同样的问题在管理委员会上也吸引了大家的注意力。而鲁宾也提出了他的标准问题：“最大的风险是什么？你能将其量化吗？”在得到满意的答复之后，鲁宾同意保持价值线的持仓。那个夏天结算的时候，高盛稳稳当当地赚到了2000万美元。这为布莱克在1986年赢得了合伙人的地位并开创了在一揽子交易中的新业务线——在其中有5~50只股票被当做投资组合而出售；而另一揽子则进行购买——这是一个新的掉期交易机会。

随着时间的推移，布莱克严谨的分析逐渐被高盛所认同——部分是因为鲁宾对布莱克的支持，部分是因为布莱克在很多方面拥有高盛一直追求的特质：不争功、诚实、客户至上，以及不断学习。对于布莱克来说，高盛的需求也正是他喜欢高盛的原因：雇用聪明、有能力的人才，但前提是他们愿意为公司的整体利益工作。

---

1. 费舍尔·布莱克对技术在交易中的巨大作用很早就有了理解，1971年，他就写过一篇具有前瞻性的文章《论全自动化交易》（Toward a Fully Automated Exchange）。

2. 布莱克和舒尔茨于1973年写了一篇文章以介绍他们以及默顿的研究进展，但是由于理论过于深奥被专业期刊多次拒绝发表，直到几年以后在默顿的帮助下，这篇文章才得以发表。

3. 高盛内部的技术开发是以利润为导向的，所以很可能出现在有利可图的业务上技术先进而在其他业务技术仍然落后的情况。比如，甚至在1990年，高盛的工资体系仍然只能接受不超过10万美元的支票，如果要发放超过100万美元的奖金，接受者在感恩节前会收到10个信封，每个信封里面装有1张10万美元的支票。

4. 1和3的算术平均数是（1+3）/2，而1和3的几何平均数是（1×3）/2，也就是1.5。

24 投资管理遭遇滑铁卢

“约翰，我们需要你的帮忙。有大问题需要马上解决，现在处境危险。”1981年，约翰·怀特黑德接到了芝加哥住房金融公司（Household Finance Corporation）高级财务官保罗·内格尔忧心忡忡的电话，他俩都在该公司的董事会任职。内格尔曾是一家专门为特殊客户群进行范围有限的短期债券投资的共同基金的受托人，这个客户群包括小型银行、保险公司和一般企业，这种共同基金曾是一种现在已经多如牛毛的“货币市场”基金，为有担保的机构投资者按照票面价值无限制全额回购服务提供流动性。它被称为ILA（机构性流动资产），拥有上亿美元的投资组合。

ILA的经营多年来一直很成功，而且随着机构投资者接纳程度的提高，其资产规模有了明显的扩大。但是怀特黑德听说作为ILA投资经理的所罗门兄弟为了提高基金的收益率希望延长投资组合的期限。所以，利率迅速上升，而债券市值大跌，导致投资组合的市场价值降低，而基金的股票价值也低于其负有强制性回购义务的每股1美元的面值。就在所罗门兄弟准备支付300万美元以将基金的净资产价值恢复至1美元的时候，ILA的受托人很快决定他们需要一名新的投资管理人。所以内格尔给怀特黑德打电话询问：“高盛愿意接手管理ILA吗？(注)

怀特黑德意识到机会来了，并对内格尔能想到高盛表示感谢。不过，他还是很谨慎。他解释说高盛长久以来一直避免涉足投资管理业务。原因是：它希望避免与其机构客户以及几个高盛最活跃的大宗交易客户的冲突，其中包括德莱弗斯（Dreyfus）、摩根和富达。他们对于这样的做法颇有微词。不过，由于怀特黑德意识到这是个机会，他向内格尔解释道他最担心的是对管理获利更高的普通股投资组合的顾虑。由于ILA基金仅投资于货币市场工具，而且收费较低，所以应该没有问题。内格尔说ILA的托管人希望周末能听到他的答复。怀特黑德说他没

法保证，但是他会尽力看看本周内能否从他的合伙人那里得到正式的承诺。

不过令他吃惊的是，好几个合伙人都强烈表示反对。高盛根本没有人对怀特黑德认为这可能带来显著利润的机会给予关注，他们并不关注是否能作为所有现金市场工具的交易商，并与一家经常性使用同样工具的大型投资者密切合作。出于习惯性的吹毛求疵，疑心重重的合伙人们提出一堆谨慎问题，包括后台运营的熟练程度，因为一般大型的货币市场基金和清算一笔又一笔的短线交易对此都有所要求。怀特黑德安慰他们说道："这不会有问题，因为伊利诺伊大陆国民银行会继续提供后台运营和清算服务。"

乔治·多蒂对此项业务很感兴趣，因为ILA开发了能够实时记录交易的计算机技术，他相信该技术应该可以在高盛使用。其他的积极因素还有：这"仅仅"是货币市场基金、"仅仅"为金融机构服务、利润率低、市场狭窄。即使如此，在高盛接受ILA的管理任务之后，它们的主要大宗交易客户，德莱弗斯的霍华德·斯泰因还是打电话来抱怨说这是一种商业"侵权行为"，而且，为了坚决地表明他的立场与不满，他连续几个月停止了与高盛的所有股票交易。

在长达三周的时间里，合伙人们将所有的顾虑一一考量并逐渐消除，怀特黑德最后从他的合伙人那里获得了认同，终于可以帮上公司客户的高级管理人员内格尔的忙了。高盛进入了被认为与公司大型大宗交易客户无直接利益冲突的投资管理业务，并且开始管理ILA基金。25年之后，由高盛提供的ILA和其他货币市场基金已经增长了200倍：超过1000亿美元。

同意接手ILA的主要原因还是出于经济上的考虑。短期来看，管理ILA使得像高盛一样的主要商业票据和货币市场交易商能够快速提高利润。ILA在几乎没有任何资本投入的情况下大约每年能为公司带来500万美元的收益。尽管自我交易遭到禁止，但是公司肯定能够将其交易业务与投资管理业务结合，开发出有利可图的道路。中期来看，高盛的销售力量肯定能够借助其与主

要金融机构和大公司的良好关系，扩大其管理的资产并提高管理费的收入。

希望将ILA建设成大型资产管理业务而成为赚钱机器的美梦随着德莱弗斯和富达将其管理费减半而破灭，这两家竞争公司将收费从40个基点降至18个基点，这也迫使ILA和其他竞争者开始降价。赢利变得遥遥无期。这并不是高盛第一次在投资管理业务上的失败——当然也不是最后一次。

在接手ILA之前，高盛的投资管理业务一直断断续续地出现不尽如人意的局面。投资咨询部门成立于60年代早期，该部门处于阿瑟·阿特休尔的管理之下。在高盛急于从高盛交易公司的亏损、大萧条和战争当中恢复过来而急需资金时，阿瑟·阿特休尔为公司筹集到所需的资金。但阿特休尔的业务模式无法给人留下深刻印象：提供的仅仅是陈旧而无决定权的“咨询”服务：每个客户都有权独立作出其交易决定；部门人员老化；没有任何成长的前景。对于这项沉闷的业务，高盛只是希望这个利润率低下、毫无前途的部门不会犯下令公司尴尬的错误以至于影响到同一客户在公司的其他业务。

高盛的合伙人都非常接受传统的观念：作为领先的股票交易商，高盛不应涉足机构投资管理业务。他们有几条很充分的理由。高盛投行部门的人不愿意承受投资经理业绩差的风险——即使只是一两年也不愿意：每个人都知道即使是最好的投资者也有投资表现差的“低潮”期，投资表现差，与公司客户的整体关系很容易恶化；而如果投资咨询部门人员使用公司研究部的成果，那他究竟应该如何处理机构投资者和咨询客户的排序问题？如果咨询部门购买了投行客户公司或即将成为投行客户公司的股票，公司在以后出售这些股票时是否会很“困难”？作为承销商，公司对于发行人必须极其忠诚，这样，购买其承销公司的股票可能会非常危险。如果股价上涨，又会出现问题：发行价是否太低？如果价格下跌，问题将会是：公司是否会遭受损失？最简单的做法就是根本不涉足那种业务。经纪就是经纪，投资管理就是投资管理，两者不应并存。

无论如何，传统的投资管理费用非常低，所以整个业务并不赚钱。而利维的其他大宗交易客户也很清楚地表明了和德莱弗斯相同的态度："如果高盛还想继续作我们首选的股票经纪商，那它就不能在投资管理业务上和我们竞争。"最后，高盛的每个人都能回忆起当年在宾州火车站项目上所遭受的惨败——名利皆受损，而且大家也都听说过高盛交易公司的故事。关于"你肯定已经知道的"官司的风险在年长的合伙人头脑中非常清晰，特别是董事合伙人格斯·利维。

"我们的确很相信永远不要和客户竞争的规则"，吉姆·戈特回忆道，"我们相信它也信仰它。在一定时期那是正确的。但是，这一政策我们坚持得太久了，那也是我们没有能够在合适的时间里大规模开展投资管理业务的原因。我们不允许投资咨询部门从我们的任何一个客户那里招聘人员。我们不希望他们从客户那里抢生意或者抢夺新客户。投资管理看起来是一项利润率低下的业务——特别是当你将由于害怕导致其他部门丧失业务机会而放弃的部分被削减之后。" 在讨论中，发现很多潜在的风险与清晰可见的投资收益表现——特别是不佳的表现是相关的。投资咨询被看做一群二流水平的人在操作三流业务，这更验证了那个带有嘲讽意味的问题："你会把你母亲的钱放在那里吗？"很多年以来，斩钉截铁的回答都是："不！"

公司禁止投资管理部门与给公司带来丰厚利润的客户之间竞争的政策已经持续了很多年。利维、门舍尔、慕钦、怀特黑德、温伯格和其他人在60年代均决定：不从事投资管理业务以避免与股票经纪客户竞争。有些人也担心客户在养老金投资收益不佳时会非常不满。其他人则不愿意与他们的股票经纪客户竞争，特别是在构建大宗交易业务的过程中。但是，戈特多年后承认："在高盛，我们坚信不与客户发生冲突和竞争的重要性。但是即使是我们最大的客户之一——资本集团（Capital Group）也从来没有因为我们'守规矩'而付清所有费用。没有任何一家机构因为我们守规矩、不竞争而多付钱给我们。守规矩的人并没有得到任何好处，而为了守规矩，我们付出了太多。我们1970年作出的决定也许是百分之百正确的，但是世界变了，我们的决定不能再一成不变。所以，正确的决定也可能变成错误的决定。那就是悲

剧。我们早该构建大型的资产管理业务。”

高盛的主要承销竞争对手——摩根士丹利、第一波士顿、所罗门兄弟、美林和添惠（Dean Witter）也都不从事投资管理业务，它们也一致认为这是有利益冲突的。但是简单的“不要乱闯别人家后院”的政策在华尔街发现资产管理业务利润率之高后就不再有人遵循了。格斯·利维可能是最先发现这项业务能赚大钱的人之一，是一份文件将他的疑惑转变为热情。

在读完唐纳森·卢佛金和杰瑞特公司作为第一家IPO上市券商的招股书之后，利维宣布：“我们要干这事儿。”利维被公司的投资管理业务的暴利惊呆了。管理费一点也不低，相反还很高。而且资产总额的1%还能通过回款抵消产生的50%的佣金费用。尽管这表明对客户来说净费用几乎为零，但由于投资组合变动非常大、固定股票经纪佣金收费都很高，所以资产管理人的收入非常高。

难怪利维希望马上开展这项有利可图的业务。他一点儿时间都不想浪费，马上让阿瑟·阿特休尔退休，将他们部门的名字改为投资管理服务部（Investment Management Services，IMS），将研究部负责管理的布鲁斯·麦考恩调过来并指示说要迅速开拓业务。麦考恩抽调了一组年轻的投资经理和销售人员一起研究开发业务的战略。

麦考恩将他们投资的关注点放在“以合理价格增长的”中等资本规模公司的股票上。一开始效果很好。新小组也赢得了一些公司客户，例如休伯莱恩（Heublein）以及由刚刚起步的剑桥协会的顾问推荐的管理迪堡（Diebold）、康普顿（Crompton & Knowles）和宝路华（Bulova Watch）等中型资本的公司的养老金业务。不过，他们很快就失望了。最初的战略概念是通过投行的良好客户关系获得大量管理其客户公司养老金的机会。正如合伙人丹尼斯·图克后来解释的：“我们需要克服所有的偏见——反对与经纪商相关的投资经理操作账户、买入他们无法卖出去的业务——以及其他的陈词滥调。我们认为我们能做的就是搭着投行管理服务部的便车驶向好日子。”但是投资管理服务部希望得到

的结果并没有出现。只有格斯·利维获得了一个年金客户，他在这家公司担任董事。

接下来，70年代漫长的熊市给所有拓展业务的计划都画上了句号。图克回忆道："在那场严重的熊市中，我们所有的股票都垮了。投行服务部的人都说：'老天啊，我为了和这个客户搞好关系花了十多年的时间，眼看就要获得很好的高收益投行业务了，我的心血就要有回报了，但是，你们这些人在我帮你们获得管理他们年金的机会后却将我多年的心血全部毁掉了。所以，我再也不会了，再也不会让你们把事情搞砸了，决不！'谁也没法责怪他们，但是这意味着投资管理服务部无法再依靠公司获得业务。"

没有了投行服务部的支持，加上投资表现不良的余痛，投资管理服务部能够希望的也只能是一年或更长时间的"整合"，然后再用数年时间争取新客户——一步一步来。这就像清理树桩一样。可是高盛从来都不满足于慢慢地"一步一步来"。麦考恩和他的团队知道他们需要找到加快发展的方法，最好的方法是一种具有想象力的"打破常规"的方式。他们需要一些全新的和不同寻常的东西，非常明智的突破市场的策略最好是一种"可以和麦克阿瑟登陆仁川相媲美"的策略，图克回忆道。国际投资也许能达到这个目的。

美国的年金基金也刚刚开始进行国际投资。为及时采取行动，有些美国投资经理在承认他们欠缺国际经验的同时开始在具有丰富国际投资经验的伦敦公司的门口排起长队。也许高盛的投资管理服务部也可以采取那样的战略。而对高盛人来说需要去排队的地方只有伦敦的克莱沃特–本森公司的资产管理部门，因为两家公司70多年前就建立了关系。克莱沃特–本森可以管理美国的投资，它也希望能够与刚刚开始投资多元化的美国年金基金合作开拓国际投资业务。麦考恩小组认为克莱沃特–本森公司的特长和资产能够提高他们急需的信任度。格斯·利维做了适当的协调工作，双方同意合并投资小组。高盛同意拥有20%的股权——这是纽约交易所对其会员的规定，克莱沃特–本森拥有40%的股权；包括麦考恩和图克在内的实际进行操作的人持有剩余的40%

的投权。还有一个有因素就是被错误提起而后又被国会搁置的《雇员退休收入保障法案》（ERISA）。高盛当时预计券商会被禁止管理年金基金，但是最终出台的法案内容却刚好相反，这使得创设一个资产管理部门更加有价值——但是当时与克莱沃特–本森的交易已经结束。

尽管麦考恩对合并后的部门充满了期望，效果却差强人意。克莱沃特–本森并没有把更多的美国业务移交到合资企业。而且由于英国人对机构销售的明显憎恶，他们根本卖不出去。合资公司存续了一阵，但是业绩无法得到提升。1980年，美国经理们买下了克莱沃特–本森40%的股份并将公司名称改为麦考恩公司。问题接踵而来。图克回忆道："布鲁斯总是认为他是国王，而公司就是他的王国——而不是合伙经营，所以，1983年该公司就散伙了。"布鲁斯·麦考恩离开了麦考恩公司。散伙过程非常平静，因为高盛还拥有20%的股权，麦考恩公司依旧对向乔治·多蒂负责。"我们知道关于散伙的事情不能被公开，不然多蒂会杀了我们的。他总是把我们管得死死的。另外我们对高盛非常尊重，所以也不会出什么难题。"一名合伙人说道，"作为投资人，布鲁斯很令人失望，因为他不知道自己对哪些事情不清楚，所以他总是犯错。他看起来是非常优秀的销售人员，但却不是优秀的投资管理人。"很快，麦考恩公司也买下了高盛持有的20%的股权，除了怀特黑德的资产总额由5亿美元增长到130亿美元的ILA部门外，高盛不再涉足投资管理业务。

对于这个问题的一个战略性解决方式就是高盛购买一家有强大投资产品和精明领导的并可以随时开展业务的小型公司。1987年，弗里德曼向斯蒂芬·罗斯和理查德·罗尔建议由高盛收购他们的公司——罗尔–罗斯资产管理公司，并由他俩负责公司的投资业务，同时还同意他俩担任合伙人。弗里德曼对两人都很了解。罗斯是来自耶鲁大学的经济学教授，他最初以套利定价理论而举世闻名，后来开发出衍生品的定价模式。他为高盛管理委员会的房地产小组提供咨询服务。同样优秀的罗尔是加州大学洛杉矶分校的教授，他成功建立了高盛房地产支持债券业务研究小组。两人通过创建他们炙手可热的投资管理公司而显现出了他们卓越的才华。收购罗尔–罗斯资产管理公司能够让高盛通过其"高

人一等”的独特产品走在机构市场的前列。

菲舍尔·布莱克还是不太确信：“我们必须测试一下他们的模式才能确定他们的比我们现有的要先进。”罗斯回答道：“其实谁的‘最好’并不重要。公司需要的是多种投资组合产品。将未来的业务只限定在一种产品上肯定是错误的。我们的模式被证明是很好的而且在发行时能发挥重要作用，所以大家才需要。”就在罗斯考虑进一步合并时，他意识到他并不想和一家大公司合作：“我很珍惜我的独立性，我能自己创业，为什么要放弃我的自由去获得‘更多’呢？”不卖。另一次为投资管理业务奠定基础的努力随着1974年国会通过《雇员退休收入保障法案》而到来，不过随后努力白费了。图克认为如此重大的立法能够创造真实的机会，所以他与公司融资部的员工一起寻找在新规定下高盛能够为企业提供的服务，他们做了所有能想到的功课。他们到华盛顿去听肯尼迪议员的听证会；他们仔细研究法律规定；他们与劳工部的关键人物会谈；他们研究金融问题的方方面面。最后，他们制订了他们的业务计划并带着它去见乔治·多蒂。在读完他们的计划后，多蒂说道：“看起来是个好主意。但是让我来告诉你们一点儿事情：在我以前的事业里，我的工作时间是按小时计算的，这不论在什么领域都不是做生意的好方式。我要卖钱。如果你们喜欢这个计划，你们可以继续，但是我要说：‘如果你们把这个计划提交到管理委员会，我会在那里投票反对。’”计划彻底失败。

在将近10年的时间里，李·库珀曼一直致力于重大变革。作为股权研究部的主管，他经常和国内各主要投资管理机构的领导人联系，他看到其他公司成长很快而且赢利丰厚。“这场游戏肯定被我们错过了。我们应该在投资管理方面进行大量的投入。这是个非常庞大、增长迅速和利润丰厚的业务——非常适合高盛，而高盛也非常适合做这种业务：我们正好拥有投资和销售的技巧。”

1989年，鲍勃·鲁宾和史蒂夫·弗里德曼向库珀曼提出一个建

议：“最近10年你一直在抱怨我们错过了好机会，我们本应在投资管理上有重大发展。而公司总是说不。你对了，我们错了。我们现在承认，如果我们能够公平竞争，那些机构会接受我们从事这项业务：全额支付佣金、不从研究和投行部门获取特殊信息、收取合理费用等。我们希望你能来搭建你一直希望我们公司从事的投资管理业务。”库珀曼同意不再担任股权研究部的主管，在该部门他被评为机构投资者最喜爱的投资组合策略师。他厌倦了一直不停地参加各种研讨会、发表演说、一个接一个地会见投资者，而且还要以极大的兴趣和精力来应付来自其他经纪商的满怀期待的竞争者对其原创性、文件的完整性以及决策过程提出的挑战。库珀曼逐渐建立了能够和其他人一样建立投资组合以及挑选股票的信心。实际上，他已经在帮他的朋友们管理几个账户，而且他还感觉到已经做好了接受新挑战的准备。他确信可以将他的投资能力和他一直致力发展但未能独立博得声名的业务相结合，并在此基础之上打造对冲基金的投资管理业务。对冲基金的经济性会使得这个部门变得有利可图。

投资管理部门的资产（大部分是ILA的低利润货币市场资产）已经增加到200亿美元，但是收入却只有1200万美元。库珀曼回忆道：“与公司的整体赢利状况相比，它只是个零头。”随后他向鲁宾和弗里德曼提出成立对冲基金的建议。这会彻底改变整个局势。通过使用5亿美元的资产——20%的赢利和20%的利息（对冲基金普通合伙人的收入）能够获得2000万美元的利润，差不多是该部门向公司贡献利润的两倍。弗里德曼和鲁宾同意了，而且由于高盛认可了进行重大变革的必要性，一个新的部门就此成立并被命名为高盛资产管理部门或者GSAM。它所需要的正好是库珀曼所提供的东西，所以他带着他的宏伟战略加入了该部门。鲁宾和弗里德曼不希望这个对冲基金因其富有进取精神的行动而背上恶名，因此他们要求库珀曼与公司的法律总顾问鲍勃·卡茨制定出令他们满意的可控制和程序性政策。当水街复苏基金的问题出现时，他们的工作刚完成了一半。

库珀曼回忆道：“在噩耗降临在华尔街之前，一切都很好。”水街复苏基金是由高盛于1989年发起的，专门从事购买垃圾债券和陷入财务危机的公司并迫使发行公司给出优惠条件的业

务。有些承受该基金压力的公司曾经是高盛的客户，它们纷纷表示这种行为与高盛一贯宣称的与客户保持同一立场的说法不一致。后来，垃圾债券投资者比尔·霍夫在1990年公开宣称高盛不适当地使用其作为债券承销商获得的交易信息，他组织了一场由高收益债券投资者参加的抵抗高盛的运动。公司的抗议和对高盛的抵制发挥了作用：约翰·温伯格关闭了水街基金并将投资者的10亿美元全数退还。库珀曼能够做的也就是辩解说他头脑中的业务其实是完全不同的："我并不是想做水街那样的零和游戏！"

温伯格不为所动："你和谁开玩笑啊？你有一只庞大的对冲基金，某一天可能决定做空我们投行客户的股票。这里面可能会有大问题，而你永远无法辩解。"

水街复苏基金危机吓坏了鲁宾和弗里德曼。弗里德曼说道："如果像设立水街基金那样的'无知'可能对公司造成很大损害，而出于对你名字的认可，你的对冲基金可能会做空我们某个大客户的股票而给我们都带来各种麻烦。我们希望你能把GSAM打造成一项业务——就像你在股权研究部干的一样。帮帮忙，忘掉像对冲基金的明星投资组合经理一样的管理货币的方式，为我们打造一个大型的货币管理业务——就像一个业务经理一样。你将研究部从头建起，这次也是相同的挑战。对你来说应该很得心应手了。"

库珀曼采用的策略是忽视机构业务。机构客户要求其投资经理应该至少具有3年以上的良好投资表现纪录，而且与机构大宗交易客户产生直接竞争在所难免。库珀曼则将其重点转而放到打造共同基金业务以及面向个人的销售业务上——也包括私人客户服务。这种策略成功的关键是良好的投资表现，对于库珀曼来说，这正好是发挥其已经被PCS（Private Client Service）客户认可的领先的投资策略师和选股专家的特长的机会。库珀曼策略最重要的部分是他必须要赢得相当一部分流入共同基金的资金。"这是个庞大的潜在市场，"库珀曼说道，"你所需要的就是抛砖引玉，去获取巨额利润。"强大的投资表现将更多的现金拉入公司并使得这项业务利润丰厚。现在，投资者只需要1200美元而不是500万美元就能进行投资。库珀曼自己也在第一只共同基

金里面投资了200万美元，他还鼓励其他合伙人用自己的钱进行投资。

为了鼓励PCS的销售人员向他们的客户销售新的基金，必须设计新的激励机制。管理费为1%，其中一部分会每年支付给让客户将钱投入基金的销售人员。最近的投资结果更增强了库珀曼的信心：从研究部的反馈看，他投资年度的收益超过前一年标准普尔指数收益的5.4%。为了达到公平竞争的目的，拥有80人的GSAM从高盛的办公楼搬到了曼哈顿下城的新大楼。为避免与客户发生利益冲突，库珀曼的公司制定了严格的规定。任何客户不能直接与专业投资人员和共同基金批发销售人员联系。而且约翰·温伯格还说道："如果在我父亲经历过高盛交易公司的那些事后我们还在使用高盛名字的话，我真是无颜见江东父老了。"他坚持"高盛"两个字不能用于任何共同基金——不过可以接受各只基金使用GS的首字母，这些基金与高盛的联系就不再是秘密。GSAM的第一只基金——高盛资本成长基金于1990年4月成立。销售情况很好，该部门的销售人员被积极鼓励将客户和他们自己的钱投入到新的共同基金中去。

曾经做过投资组合策略师的库珀曼对于市场非常谨慎，他说："我还从来没有见过将所有投资都放在股票市场上的成功案例。"他将筹集到的资金的1/3投入股市。他是正确的，那一年标准普尔仅仅上升了2.5%。但是在销售佣金增长6%的时候，基金的净值却下跌了12%。这样的下跌很令人失望，客户、合伙人和PCS的人都很不满意。1991年，市场增长超过了30%，库珀曼的基金表现稍好一点。但是在第一年的业绩之后，很多PCS的交易员已经决定"再也"不会向其客户销售GSAM的基金（还有一个原因是，一旦将钱当放到这些基金中，它们就不能被用来从事其他交易，客户也无法再获得佣金）。很自然地，其他公司也没有兴趣和动力来销售由其竞争者——比如高盛管理的基金。

接下来，在共同基金中的一种数量型产品出现了，它名叫高盛精选股票基金。由高盛数量股票战略小组的头罗伯特·琼斯管理。琼斯关注"价格更有利，价值更好的股票"。这表明研究部门是通过数量分析来进行股票选择的。由于有第一次的失败经验，

琼斯不足为奇地说道：“新的基金在所有时间内都会被全部投入股市，并且很少会采取反向操作。”在募集到1.2亿美元之后，高盛精选股票基金不再接受任何新投资，至少暂时不接受。由于有管理费，交易成本和5.5%的销售费用将会抵消高盛研究部通过推荐名单所获得的2%的回报率的全部或绝大部分，琼斯的计算模型被普遍认为能够增加价值以吸引投资者。他的数量模型使用了12个程序，根据诸如P/E比率、分红、价格流动性、市值，以及5种广泛的投资特征对推荐的股票进行筛选。很幸运，头一年的投资表现非常强劲——差不多等于其他可比基金平均收益的两倍。

“库珀曼将他自己看做投资大师，他也的确是，”弗里德曼说道，“他希望业绩能像强力磁体一样吸引资产。但是作为GSAM领导的工作并不是挑选好的股票，他的工作是要开展优秀的投资业务，而这项业务的关键在于积聚资产，其重要性甚至超过投资本身。在通过销售构建资产的策略中，优秀的投资人是一个问题，而非优势，因为对于这个单独的优秀投资人的依赖过大。在向信任他的对象销售新业务时，他自己就是瓶颈，因为他不可能无处不在；而对于那些不相信他的人，仍然没有希望，因为那些人由于不相信他能成事而在一旁观望。库珀曼完全不明白这个。”

鲍勃·鲁宾对库珀曼说：“你应该多授权别人干这些事。”库珀曼则对弗里德曼说：“鲍勃不太明白投资管理。他从不需要挑选股票，他也不明白投资。选股票才是这业务的核心，不能让别人来干。”

弗里德曼和鲁宾逐渐相信，尽管库珀曼对于投资了解甚多，但是他不明白建立业务需要他关注于聚集资产或者“分配”。除了公司设定的限制之外，库珀曼面对的问题是：尽管在理论上应该对共同基金进行长期投资，但是实践中，共同基金特别是刚刚涉足该项业务的机构往往主要以短线操作为主。库珀曼最早的投资表现低于市场预期，因为他是一名“价值”投资者，但价值股票的表现很差。那些相信大笔投资回报的人不愿意听到解释，他们只想要获得公司承诺过的回报。在华尔街，对依赖于优秀投资回报

的投资经理们，数字掌握着他们的生杀大权。在第一只共同基金蹒跚前行之后，几乎没有人再帮助库珀曼销售其他基金，不论是PCS的销售人员还是本可以向他介绍公司年金基金领导人的投行服务部的关系专家，他们都没有帮他。库珀曼和与他预期相反的股市抗争着，也和公司的高级管理人员抗争，他们不但不提供给他所需的财务支持，还希望他迅速解决问题，同时设下重重限制——不能与公司客户竞争、不能挖公司客户的人、不能做广告等。

“库珀曼的观点是：他是一名投资专家，”一名合伙人回忆道，“也许是另一个沃伦·巴菲特。所以，作为他的客户和他的经理，在他干大事的时候你只需也只能闭上眼睛等上25年。如果你不答理他，他会给你很好的回报——如果你能和他一起待25年的话。”作为库珀曼的继任者，米切尔·阿麦里农在1991年接手GSAM。GSAM早期在市场上的力量主要体现在由合伙人艾伦·舒赫领导的固定收益业务上。随着资产持续积聚，成功的希望仍然寄托在开发收费高、利润丰厚的股权业务之上。阿麦里农知道他需要制定资产的新策略，他也知道他必须要建立至少三年的良好投资回报才能在市场上算“合格”。这一切都意味着他需要在零售市场取得胜利，在不依靠PCS的前提下通过经纪商进行共同基金的分销。阿麦里农为GSAM业务制定的新策略关注于激发销售共同基金的强大力量，这样就克服了公司各方面的限制。“不能挖墙脚”是指不能从任何机构客户那里雇用任何经验丰富的投资组合经理、研究员或者销售人员——包括经验丰富的共同基金批发销售人员。由于基金种类太多而且以过去的投资回报作为选取基金的标准非常不可靠，这些人就成了共同基金销售成功与否的关键。阿麦里农被要求尽全力打造共同基金业务，而同时他的行动也被管理委员会所牵制。他招聘了一些MBA，这些人曾经将公司发展成为被地区性大型企业接受的“首选券商”，但是他们从未参与过此类业务的经营。比如爱德华·琼斯，尽管没有管理过投资，但他拥有强大的分销能力。阿麦里农的第一个措施就是扩大GSAM的产品线。GSAM基金的零售业务在上升，将新兴市场和货币产品加入新的基金中提供全方位的产品。

另外一只共同基金很快出台：GS小型公司股票基金和GS国

际股权基金于1992年发行，1993年发行了政府债券收益基金和利率可调按揭基金。实际上所有的基金销售都是通过公司的PCS经纪人向他们的客户销售。1993年中期，资本成长基金的收益达到60%，超过标准普尔500指数的49%。

几年后，库珀曼找到了投资管理的制胜之道并获得了高级管层的认可。但无意之中，库珀曼可能已经对GSAM造成了实质性的伤害。在弗里德曼对GSAM解释如何获得良好业务的下一步计划时说道："我们本来是让约翰·麦克纳尔蒂与库珀曼一起工作——不，在库珀曼的领导下工作，因为库珀曼从不和别人一起工作。仅仅工作了一个月之后，麦克纳尔蒂找到我，坚持要换岗位。"从PCS调入GSAM仅仅工作4周以后，麦克纳尔蒂发觉他对于业务的看法与库珀曼的策略截然不同，这让他决定离开GSAM转入其他部门。库珀曼将麦克纳尔蒂从GSAM离任看做对他个人的不忠诚，麦克纳尔蒂在几年后仍然记得库珀曼说的："为我工作的人从来没有离开过我。如果你离开了，只要是在高盛内部，不管你去了哪里，我都会找到你并且会反对你。"

麦克纳尔蒂还是调离了。几个月之后，他邀请库珀曼一起吃午饭。他说道："李，你知道我们之前意见有分歧，但是我从来没有对任何人提起过我们的分歧。现在，我需要你的帮助，因为我要成为合伙人。"库珀曼还记得他说过什么，他也知道他能做什么，但是他决定慈悲为怀："我不会投你的票，我做不到。但是我也不会伤害你，我不会投反对票。"所以，麦克纳尔蒂当上了合伙人。他很快成就了GSAM的巨大成功。

库珀曼热爱投资而且在他离开高盛成立自己的对冲基金时也是依依不舍。他25岁的妻子问他："我从来没有告诉你应该怎么做，今后也不会。但是，你要到什么时候才能做你真正想做的事情呢？"他与鲁宾和弗里德曼谈话："我是第5大合伙人，所以我很想以公司利益为重。我给你们两年时间，然后我退休，并在非竞争的条件下设立我自己的对冲基金。我会给你们提供一年的咨询，同时发行自己的对冲基金。"在意识到库珀曼决心已定后，

鲁宾很务实地说道："我们希望你能选我们当你的交易商。"库珀曼回答道："当然。"高盛为他的咨询工作支付了50万美元。今天，库珀曼的欧米加（Omega）对冲基金中最大的20名投资者中有15名是高盛的合伙人。

就在阿麦里农努力前进的时候，出了一桩麻烦事：记账错误。资产一直在累积，特别是在GSAM的固定收益部门。当时36岁的迈克尔·斯密尔洛克是这个掌管140亿美元部门的首席投资官员，他是在沃顿获得年轻教授学术头衔后加入高盛的。他刚被升为合伙人而且雇用了一批能力很强的新人，其中包括后来创立了非常成功的对冲基金的克利夫·阿斯尼斯。突然，在1993年3月的一天，斯密尔洛克由于为了令其投资表现更好而故意在账户之间错误分配现金——他将500多万美元的证券从一个账户"重新配置"到另一账户——而被辞退。斯密尔洛克不守规矩的行为是在周五被发现的，周六他立即就被停职。注 阿麦里农评价道："这太难理解了，他很年轻又很有才华。他做这些事情也没有拿钱。但他无疑毁掉了自己的前程。"尽管作为一家有职业操守的业界领袖，高盛开除斯密尔洛克的速度和向监管机构汇报的时间都非常合理，但是这件事还是引发了不少GSAM潜在客户对于华尔街股票经纪商担任投资经理人角色的不信任。这为GSAM固定收益业务的开发画上了句号。

打击接踵而来。在其业务迅速开展之后，GS小型公司股票基金度过了业绩平平的3年，截至1996年3月，月平均收益为11%，而一般的小型公司基金回报率达到了31%。这只基金在3年中的排名在后5%。更糟糕的是，公司33岁的基金经理保罗·法雷尔根本不理睬公司研究部的建议而将注意力全部放在小型的专业零售业股票上。

库珀曼和阿麦里农在转到资产管理业务前都享受过胜利的喜悦，但是他们在资产管理业务上并不成功，这是因为，除了高盛的限制之外，他们的经验和管理能力与机构资产管理业务的特殊

需求并不匹配，这不是个新问题，也不是GSAM特有的问题。

在保险公司或商业银行领域非常成功的管理人员或组织在将他们在“他们的”金融服务中学到的知识用于看似很相近的业务——投资管理时，常常大败而归。尽管都涉及金钱和服务，它们的特征完全不同；在某一金融服务领域行之有效的方法很可能在另一金融领域碰壁。即使是那些“明显”相近的投资服务，比如共同基金和机构独立账户，在销售、市场影响、报告，以及客户服务方面的差别都很大。运营层面的不同是导致银行和保险公司在开发投资管理产品业务上失败的重要原因之一——即便是面对它们在银行或保险业务上的优质客户也是如此。还有一个原因就是战略冲突，每个组织的战略首选是要保护其当前具有运营良好的业务——就像高盛保护股票经纪业务而限制GSAM一样。

从历史上看，对于高盛来说，最好最勇敢的战略就是通过一次或多次的收购快速进入投资管理业务——摩根士丹利、瑞士信贷、第一波士顿和雷曼兄弟最终都走上了这条道路。但是对大多数大型企业来说，这样做有一个很大的问题：高级管理层对与资产管理业务价值的错误认识。无法理解如何对资产管理业务进行估值使得它们无法接受估价。从战略上看，通过并购进入该业务市场看起来花费过于昂贵。

一年又一年，高盛的高级管理层一直无法将资产管理业务作为一项工作来了解，因此他们不断重复地犯着重大的错误。他们都是聪明、正直并且守规矩的思想家，他们的错误总是建立在他们的确信之上的。不能理解业务的估值方法或者记账方法，那么公司的管理层也就无法理解资产管理业务。

大部分合伙人认为投资管理业务是服务个人的业务，过于依靠关键的个人。即使那些关键的个人进进出出，这些合伙人还是无法意识到机构客户关系的持续性和“黏性”，他们说道：“投资业务真正的资产是那些构成成功基本因素的投资专家，他们每天晚上还随着电梯上上下下。那不是真的业务，你也无法对它进行估价或给出一个公平的价格。”

疑虑重重的合伙人们说的话听起来头头是道，但是他们的结

论都是基于一个错误的观念。没错，有些投资经理自认为他们操控着生杀大权，但是就如睿智的查尔斯·戴高乐观察到的："整个世界的墓地躺满了那些我们不能离开的人。"即使对双方来说特别重要的个人会来了又走，但是机构客户和投资管理机构之间的关系还是会继续下去。所以，每天乘电梯的人都是能够被替换的。投资管理业务成功的秘密不在于投资回报，而在于通过分销和销售来积聚资产。

由于看不到这些，高管们无法理解资产管理业务，特别是与像高盛这样资本聚集的庞然大物相结合之后是多么稳定而赚钱的业务。在高级管理人员们看了阿麦里农对于业务的比较保守的报告后，有几位不满的管理委员会成员开始认真考虑彻底关闭该部门。在将合伙费用分摊到该部门之前，GSAM基本可以持平。麦克纳尔蒂回忆道："这让GSAM处于赤字状态。而人们也开始问：'我们真的需要机构投资业务吗？'对于打造一个强大而能持续赢利的投资业务所付出的投资和时间他们并不感激。"就如支持关闭该部门的人看到的一样，GSAM并不赚钱，而它还让公司暴露在各种业务的风险之下；资产管理业务与证券业务差别太大。GSAM的历史就是失败的历史。

除非进行基础性的改革，否则GSAM只能独立支撑，或多或少地赚点儿或赔点儿，无法像那些赚钱业务和产品一样为高盛作出贡献。GSAM是市场的迟到者，几乎没有品牌优势，营运成本很高。它基本上仅仅算是经纪商的一颗螺丝钉。长此以往，不论从专业支持还是财政支持方面，GSAM肯定不会受到公司的重视。

在这黑暗的时代，史蒂夫·弗里德曼和其他支持者纷纷脱离了资产管理业务，但是鲍勃·鲁宾支持阿麦里农保持该业务的请求。这在之后获得了极大的回报。

1994年，米勒安德森公司（Miller Anderson & Sherrerd）当时负责管理一家大型机构客户在费城的业务，该客户在国内股票和国内外债券市场上的投资表现很好而且非常平衡；它还与一家大型日本机构共同设立了国际股权投资的合资企业。管理的资

产增长到360亿美元——这为机构业务打下了坚实基础，因为它很快将GSAM打造成领先的资产管理人。另外，保罗·米勒和杰·谢尔德还有他们的合伙人都是投资管理业务的精英，是能与客户开展亲密合作的优秀专业人才，他们的投资回报记录非常好。对于高盛而言，更好的是，尽管拥有上百个企业关系和强大的销售能力，但米勒安德森公司的专业人士几乎从不做市场营销工作，因为他们相信市场开发会妨碍他们将专业投资放在第一位。他们不愿意花时间发掘新的业务机会，更愿意等着客户上门。他们只有在收到邀请时才会进行业务拓展。高盛的投行服务团队和PCS团队的销售力量是有目共睹的，因此将两家公司的优势结合起来形成合力是非常有效的双赢建议。

在与米勒安德森公司接触的过程中，高盛有一种“不公平的竞争优势”。米勒安德森公司蓬勃发展的债券业务的领导者以及担任过高盛董事合伙人5年的理查德·沃利被称为“从高盛来的人”。他在高盛的研究部担任过经济学家，他熟知每个人，而且还是戴维·福特和乔恩·科尔津的好朋友。科尔津和沃利在新泽西萨米特镇的住处隔街相望，有好几年他们一起开车上班，周五晚上则带着他们的夫人一起出去消遣。刚刚同意担任GSAM联系管理人的福特希望通过一次重要的并购打造GSAM的业务，他告诉合伙人：“5年前我就说过我们必须通过投入来打造GSAM，通过并购或者通过几年的‘投资支出’从内部来打造。”福特能看到高盛和米勒安德森公司之间天然的战略契合点，所以在一个春天周末的早上，他在和邻居及朋友的闲谈当中提到了合并的可能性：“我们能一起干点儿什么吗？”

在此之前，沃利和他的公司已经6次或更多次听到并购的声音。80年代，弗兰克·罗素公司（Frank Russell）的乔治·罗素通过劳埃德银行提出2亿美元的收购价。丘博保险公司（Chubb Insurance）也进行过一些接触，不过因为不合适而作罢。瑞士银行公司（Swiss Bancorp）和荷兰国际集团（ING）是另外两家有过接触的企业。沃利引用一名做过大量投资管理机构合并项目的人的话：“诺顿·里姆曾经说过，投资机构只有在它们感到恐惧的时候才会出售。”沃利说不打算出售米勒安德森，但是他意识到全球的分销能力会变得日益重要而高盛在这方面非常强。讨

论很快就升级了。沃利回忆道："如果我们要被收购，那我们要自行挑选合适的合伙人，如果整个交易的条件还可以的话，能成为像高盛那样的国际机构的一部分就再好不过了。"

合并的谈判进展非常快，也非常顺利。每个人都能看到优势：米勒安德森拥有产品而高盛拥有销售系统。不过障碍随之而来，米勒安德森希望留在费城进行运作，而不是搬到纽约去。没有任何困难，这一要求得到了同意。米勒安德森的所有合伙人都要当上高盛的合伙人吗？人太多了：米勒安德森有20多个合伙人。高盛提供了3个合伙人的位置，而米勒安德森要求12个。有一个特别的问题就是：高盛创始人和几个其他的合伙人有权根据合伙人协议规定在其死亡之前获得非常可观的"年金"。谁也不知道这项义务多大；有一种建议是将支付款项按照现有水平封顶并限制在5年以内，但是这仍然与米勒安德森起草的合伙人协议中对于增加的赢利部分享有永久份额相差太远。高盛的任何人都没有获得过这样的待遇，也没有人喜欢这种安排。米勒安德森希望在高盛的合伙人系统中取得合伙人的位置，这样它就能够拥有根据赢利状况自行安排薪酬分配的权力。它还希望能够有自己的决策程序。对于米勒安德森的合伙人而言，基于赢利的支付计划是非常重要的。沃利建议高盛购买米勒安德森未来赢利的大部分，而不是全部，这样对未来的投资专家们也会有很大的激励作用。但是，这不是高盛想要的方式。

最后，决策的问题可以归纳为金钱和观念上的问题。在一次持续4小时的谈话中，科尔津和阿麦里农解释了为何基于高盛的文化他们只提供了几个合伙人的位置——这给整个交易带来了压力，即使科尔津很想完成这项交易。另外，史蒂夫·弗里德曼也还在考虑"它们的资产还在上下浮动"——不愿意认同米勒安德森和其合伙人认为公平的3.5亿美元的市场价格。金钱问题的一个重要方面就是合伙人们很难为其后的合伙人就他们将要承担的费用和享受的利益进行重大投资。弗里德曼决定将价格降至2亿美元。最后的决定是在纽约的一顿午饭上作出的，沃利和4名来自米勒安德森的合伙人，还有弗里德曼的助手——在本次交易中担任投资银行家的迪克·赫伯斯特一起做出的。

但成功交易的障碍又不全是经济上的问题。两家机构确实有着不同的文化，合伙人的期望也各不相同。在GSAM，其文化是早上7点就开始工作。大部分人会一直忙到晚上7点，而且很多人周六也在办公室工作。出差也很频繁。米勒安德森的大部分高级专业人士则从未如此辛苦地工作——但是他们的薪水却是GSAM合伙人的好几倍。所以他们确实会怀念以前的公司文化和薪酬。1995年1月，弗里德曼退休。科尔津和福特回到米勒安德森，但是交易仍然无法继续。当他们听到风声说米勒安德森正在和摩根士丹利进行早期谈判时，他们非常不满并且给沃利打电话。作为上市公司，摩根士丹利很容易筹到钱而且愿意给出米勒安德森觉得合适的条件。

沃利说得很直接："我们是老朋友了，我当然希望我们还是朋友。让我们达成一个公平的价格——让那些退休的和年轻的合伙人都满意的价格。你知道资产管理业务的公平价格。如果高盛能够出一个公平的价格，我们会马上取消和摩根士丹利的谈判。"但是高盛并不准备接受沃利的出价。后来沃利会意地微笑着说："没有人愿意在任何高盛想做的交易中成为他的对手。"一年之后，米勒安德森被摩根士丹利以3.5亿美元的价格兼并。

---

1. 所罗门兄弟的前雇员提供了故事的另一个版本：伊利诺伊大陆国民银行和信托将买入错敲成卖出，随着市场的变化导致"低于面值"。所罗门兄弟本应该出300万美元，但是由于公司当年赢利情况不佳，因此拒绝支付，他们也知道这样的决定会导致终止这项业务。所罗门兄弟的前合伙人汤姆·布洛克说道："我们放弃了它，高盛很聪明地接受了这个礼物。"

2. 为摆平这件事情，斯密尔洛克向美国证券交易委员会支付了5万美元的罚金。

25 罗伯特·马克斯韦尔——来自地狱的客户

1991年11月5日，罗伯特·马克斯韦尔的尸体在金丝雀码头水面上距他游艇不远处被人发现，他浑身赤裸，很明显是自杀。

注 如果就如大部分旁观者相信的一样，这个作为高盛高端客户的行为怪僻的出版商是死于自杀，那这就是他逃脱多年遭到公众的羞辱和由于拖欠银行28亿英镑贷款，以及掠夺两家上市公司5亿英镑和33 000名英国工人的养老金而遭受谴责的唯一方法。

有人则说患有前列腺疾病的马克斯韦尔由于身体严重超重，是在喝了很多酒之后走到船边解手然后不小心掉进水里的。还有其他人注意到当晚的海面异常平静，而西斯莱女士号游艇的栏杆有半英尺高，有内部消息宣称马克斯韦尔的死亡肯定不是自杀造成的。他们坚持说这次谋杀是以色列秘密组织摩萨德（Mossad）干的。马克斯韦尔很早以前就宣称其为摩萨德工作。该组织为什么杀害他？因为他面临严重的财务危机，已经不值得“信任”了。

卡洛斯医生最初的病理学报告称马克斯韦尔死于心脏病，但是马克斯韦尔的私人医生说他的心脏没有问题。他不认为马克斯韦尔是自然死亡。

还有更荒唐和不可信的说法是由于马克斯韦尔知道他在和高盛的交锋中无法获胜，他欠了高盛很多钱，而高盛坚持要他立刻还钱。另外，马克斯韦尔也刚刚被雷曼兄弟告知，由于他欠下大笔贷款，他们会将他告上法庭；瑞士信贷第一波士顿也要求他偿还大笔贷款。马克斯韦尔知道，他玩的极其复杂和有多层结构的游戏越来越令人沮丧，现在已经结束了。他很快就会破产、坐牢并且遭到公众的羞辱。他已经没有可以活下去的理由了。所以，

为什么还要继续呢？自杀是马克斯韦尔最后唯一能掌控的事情，他以前习惯于掌控事情，但是他不能掌控所有的事情。

罗伯特·马克斯韦尔于1923年6月10日出生于捷克的一个穷苦人家，开始叫让·路多里克，或者是让·路丁维霍奇？后来叫做胡安·德·毛利，再后来叫做莱斯利·琼斯，最后叫做伊安·罗伯特·马克斯韦尔。他能说9种语言，有9个孩子，身材高大，很喜欢受人重视的感觉，他有一架湾流四型飞机，在纽约的赫尔姆斯利宫和沃尔多夫以及巴黎的丽兹酒店都有套房，生活奢华，常与名人们消遣，与玛格丽特·撒切尔、罗纳德·里根、米哈伊尔·戈尔巴乔夫，以及中情局、克格勃、苏联情报机构GRU以及摩萨德的高级领导人相识。

1991年11月10日，马克斯韦尔的葬礼在耶路撒冷的橄榄山举行，这是这个国家大部分最受崇敬的英雄长眠的地方。这是一场全国性的活动，政府及反对派的领导都有参加。不少于6名现任或已经退休的以色列情报系统的领导在场倾听首相沙米尔的歌颂："他所做的远远超过我今天所说的。"总统哈伊姆·赫尔佐克说道："很多人仰慕他，很多人憎恨他，但是没有人能对他无动于衷。"前首相希蒙·佩雷斯说道："在这橄榄山上，它的一位最伟大的儿子将获得永生。他不光应当获得自由，还有安息。"

在1951~1971年的20年里，罗伯特·马克斯韦尔经历了从默默无闻到举足轻重，再到声名显赫然后又遭到公众对其为英国政府情报部门工作的谴责；他被认定为不宜管理上市公司并遭到经济界的排挤与打压。但是在1971~1991年间，他又东山再起并获得了财富和权力，然后，尽管他有着强烈的决心和高超的骗术，他又再次跌入谷底，丧失了经济地位，甚至生命。

高盛——通过其长期供职的一位合伙人埃里克·希因伯格——在马克斯韦尔最后的岁月里不经意地成了其"首席财务成就者（Enabler）"[注]因此，马克斯韦尔的灾难也是高盛的灾难。最后高盛支付了2.54亿美元的和解费用，这是伦敦金融城史上最

高的和解数额。由于公司与马克斯韦尔有所牵连，高盛实际上担心和解费用会更高，所以合伙人们都为这次“有限”的损失松了一口气。作为董事合伙人，史蒂夫·弗里德曼决定和解而不是在可能遭受更少的罚款的希望中让痛苦持续。

和个人一样，券商也因为其客户而出了名，高盛很显然一直与一家公司的某人来往密切，高盛的一名英国合伙人则警告这是个“坏消息”。这个合伙人盖维·戴维斯非常清楚地说道：“他损害了我们的声誉。和马克斯韦尔这样的人做生意可不是我加入高盛的原因。”

马克斯韦尔的故事很长很复杂。在“二战”期间马克斯韦尔参加了英军，后来他决定在英国定居。他于1951年发起成立了博伽莫出版社（Pergamon Press）并且通过发行专业的科技期刊赚了很多钱。1964年他被选为伯明翰的工党首相。然后，一封皇家的正式质询函对马克斯韦尔在博伽莫出版社的行为和业务手段提出质疑并下结论说：“马克斯韦尔，尽管……但从大家对他能力和精力的了解来看，他并不是一个值得信赖的上市公司的管理人。”他在贸易及工业部（Department of Trade and Industry，贸易工业部)出具的一份谨慎的调查报告中也被评为不可信任。

这不是最后一次。

在80年代早期，通过欺骗和虚张声势的包装，他再次在英国重获权力。他通过所有方法来扩大影响力——包括高盛这家一直雄心勃勃决心成为伦敦金融城这个欧洲金融中心的顶级“外来者”券商。马克斯韦尔很清楚如何发掘这家美国公司开拓者的野心。有一次，他同时和高盛、美林和所罗门兄弟三家公司在同一间酒店的不同房间开会，他借此机会带着珍贵的唐培里侬粉红香槟穿梭于各个房间，不停地要求每家公司为其准备出售的1000万股海湾石油的股份出价，并且不断鼓励它们提出能够获胜的更高报价。

马克斯韦尔不是在“驱动”他的公司，而是使用帝王式的方法通过一系列讳莫如深的复杂内部联系来运行他的公司。而他的第

二个威力强大的制胜武器就是：信息。除了某些受美国监管的年金基金，以及所有明镜集团和马克斯韦尔通讯公司的年金基金之外，他自己拥有所有银行账户的唯一签字权。尽管常言道有钱就有权，但是这背后还有两个决定性例外：借来的钱——最终属于借钱的银行和公众，特别是作为退休金放入年金基金的钱都受到政府监管部门的监管。在英国，最高监管权威属于英国政府——这一点马克斯韦尔和高盛肯定知道。

1974年，尽管有贸易和工业部的负面报告，马克斯韦尔还是重新获得了博伽莫出版社的控制权并开始积极地打造其赢利能力。后来，他于1980年获得濒临破产的英国印刷公司（British Printing Corporation）的控制权，担任CEO并将该公司重新命名为马克斯韦尔通讯公司。就在并购结束的最后一天晚上，马克斯韦尔午夜到达办公室并要求立即当场召开董事会。董事会于凌晨2点45分开始，有9名董事参会；第二天下午2点45分再次召开董事会，有11名董事参加。在这些会议上，马克斯韦尔要求并获得了公司所有银行账户无限额取款的唯一签字权。

马克斯韦尔控制着两家上市公司和几家非上市公司的投票权和信托，对这些公司的控制是通过委托名叫沃纳·雷赫施泰纳博士的瑞士律师和一系列具有迷惑性的相近和经常变换名字的实体公司实现的，其主要名字在经历6年共4次变化之后定名为马克斯韦尔基金会。1984年，通过对这些私人公司的秘密控制，马克斯韦尔用1.3亿英镑购买了明镜集团报社，后来通过引进现代技术、改变限制性工作惯例和增加现金流而在该公司赚了很多钱。很快，他宣布希望建立一家大型国际通讯综合性公司并且通过在欧洲和北美进行一系列的收购与鲁珀特·默多克竞争。

作为他惯用的复杂和重复的手法，以及与高盛的复杂联系，在了解到高盛将租用大面积的办公室后，马克斯韦尔让明镜集团的年金基金买下了斯特拉德大楼。斯特拉德大楼的旁边就是赫伯大楼，该楼是该地区唯一拥有可以停放直升机的平坦房顶的大楼（租户们都抱怨大楼的通风系统吸入了直升飞机的柴油废气）。尽管没有正式的合同，但高盛很快同意5年的租约。大楼的买入价是1700万英镑，不到两年，卖出价则是3670万英镑，不过只

有一小部分差价被交给年金基金，大部分给了博伽莫出版社——它在该产业拥有保密的权利。

马克斯韦尔是一名言谈粗鲁和表达直接的表演者。在他的桌子上有好几部电话，他在会议中接听或打断紧急电话：“不，高达，我们不认为这是合适的市场时机。”“哦，赫姆特，你太好啦，太慷慨了。非常感谢你这么说。但是，我们不能接受这个好意。”“告诉玛姬我现在太忙，没空和她说话。”马克斯韦尔通过很多种方法吸引公众的眼球：与政治家、电影明星和地位显赫的人亲切交谈；坐直升飞机到伦敦市中心；举办提供香槟和鱼子酱的大型喧闹的派对。这一切举动使得媒体对他和他的公司争相报道。1985年，马克斯韦尔通讯公司的股价被列入FTSE100公司指数，这无疑为他做了一次成功的宣传。在公众心目中，这就等于被列入道琼斯工业平均指数。集魅力、奢华、亲切和野心为一体的他，与高级管理人员、融资人员和政治家惺惺相惜。他的前途看来光明璀璨。人们有钱的时候想法就会改变，马克斯韦尔看起来有数十亿美元的身家。他人脉广，衣冠楚楚、个性坚强，生活在星光熠熠的舞台上。

马克斯韦尔根据“最适合他本人的”原则通过复杂而隐蔽的帝国来管理公司和年金基金。他利用令人眼花缭乱的公司名称以及尽量少地向银行家和投资者透露信息来管理着上市和私人公司实体之间的多种关系。不同业务小组之间的审计时间各不相同，因此他可以将钱从一家实体转入另外一家实体以对其财务状况进行一系列的“美化”，并在其后发展出一套“利用信息赚钱”的手法。他们花大价钱聘用德勤的审计师为他们在众多的并购案中提供咨询，对于马克斯韦尔的诸多秘密行为，德勤并不进行近距离的观察。这一切都使得他的银行家们很难了解或很难发现究竟发生了什么。

马克斯韦尔的财务行为，从不正常到不正当的行为，什么样的都有。当他需要通过出售投资获取现金时，他指示受其掌控的年金基金购买并代他持有这些投资——甚至包括在马克斯韦尔通讯公司里面的巨额投资。1985年，为了给他的多种业务提供资金，马克斯韦尔开始向马克斯韦尔通讯公司和明镜集团的年金基

金借取大额资金——既不提供担保也不告知受托人。

1987年，高盛协助安排了一系列以马克斯韦尔相关产业为担保的总额达1.05亿英镑的银行贷款。1988年，马克斯韦尔通讯公司借款30亿美元收购图书出版商麦克米伦（Macmillan）和官方航空指南出版商OAG（Official Airline Guideline）——这些收购行为都是在同一周发生的，而且是以上涨后的价格购买的；购买麦克米伦的竞价是90美元，而当时该公司股票的交易价格只有40美元。在马克斯韦尔虚张声势的行事方法下，大肆举债最终导致了帝国的覆灭。截至1989年，马克斯韦尔通讯公司的股份被质押作为另外将近10亿英镑债务的担保物。由于其他商业银行坚持不接受使用马克斯韦尔的私人公司的股份作为贷款担保物，于是他开始挪用年金基金股份进行担保。这些挪用行为被融券的形式掩盖着——“这样看起来就像证券市场的做市商在经营其合法业务一样”。

由于严谨的英国投资者非常了解罗伯特·马克斯韦尔不值得信任，马克斯韦尔通讯公司的股价表现一直不好。随着马克斯韦尔公司的股票在市场上暴跌，他开始通过他自己的手段支持股价：开放市场进行收购。还有一招就是转向公司的年金基金，要求其购买股份。

马克斯韦尔对马克斯韦尔通讯公司的股价非常在意，因为它们都是马克斯韦尔为支持其公司投机取巧而借来的银行巨额贷款的抵押物。马克斯韦尔通讯公司超过50%的股份为马克斯韦尔的私人公司所持有，包括其私人公司的基金会。作为其支持股价计划的一部分，他通过其私人公司以及逐渐通过其上司公司的年金基金持续购买股票。1988年1月~1991年10月间，由其私人公司持有的马克斯韦尔通讯公司的股份已经由52%上升到68%——加上由年金基金购买的不需立即进行披露的股份，该比例由52%上升至85%。据贸易及工业部的报告称：“从1989年5月起，他主要通过海外公司秘密购买股票操纵市场。与其进行交易最多的投资银行是高盛。”

通过使用年金基金作为担保物，马克斯韦尔继续举债以达成

其个人目的。不论以任何标准来很衡量，他的不法行为都是明目张胆的。根据贸易和工业部报告的细节，主要的不法行为包括：从年金基金处获得1亿英镑的现金贷款；年金基金秘密出售其持有的5500万股马克斯韦尔通讯公司的股份，本该于上一年公告的该次交易并未被公告。年金基金的市值2.7亿美元的股票被用作马克斯韦尔银行贷款的担保。以独立公司的形式呈现在监管者和公众面前的明镜集团报社与马克斯韦尔欠下银行10亿英镑债务的私人公司有千丝万缕的联系。最后，马克斯韦尔决定拿出明镜集团报社49%的股份在伦敦证券交易所上市以筹资偿还银行债务，并且通过拥有第二家上市公司以为今后更多的银行借款提供担保。

1990年夏天，当英国经济状况恶化的时候，马克斯韦尔窘迫的财务处境很快变成了危机：大量的银行到期贷款；本可以以高价出售的业务价格大跌；从年金基金中借的上亿美元的债务必须出售股份来偿还；集团内部的公司从银行借贷的大量金钱已转贷给集团内部更需要钱的其他公司。在日益加剧的巨大压力之下，像罗伯特·马克斯韦尔这样的人会继续扯谎的。

就在马克斯韦尔通讯公司的股价下跌时，马克斯韦尔迅速购买了价值1.3亿美元的股票。但是这桩交易并没有按照其实际购买的方式被公告，而仅以认购期权的方式被公告。调查中发现，这桩交易中并没有合理的期权存在：只有名义价格1/3的溢价，该“期权”实际就是马克斯韦尔以延期支付为条件的购买行为。有两桩类似的“期权”的交易已经完成，而高盛都是交易的对手。1990年11月，马克斯韦尔向高盛出售另一项“出售期权”——同样是以非正常定价：标的是3　000万股。这宗交易仅仅是高盛为马克斯韦尔执行的几宗大型交易的其中之一。

就像那些与格斯·利维在并购交易风起云涌的年代进行有利可图的交易（融合交易、掉期、承销以及并购业务）并善于利用各种关系赚钱的美国人一样，马克斯韦尔活跃、富有想象力、能将想法付诸行动、积极投入，并且非常有野心——而且对于法律规定没有任何加尔文主义的态度。正如贸易及工业部报道所指出的，“在管理那些上市公司方面，我们没有找到任何证据证明罗

伯特·马克斯韦尔先生已经‘转性’。马克斯韦尔继续在上市公司和他控制的私人公司之间转移大笔款项（达到令人惊讶的400次）并且从年金基金借用大量现金，包括那些未在伦敦申报的交易：1991年4月通过高盛在纽约以5500万英镑出售两家公司。通过使用明镜集团年金基金为马克斯韦尔的其他业务提供资金，操控和欺骗行为在规模、频率和复杂性上都迅速上升。明镜集团报社并不适合上市，其招股说明书并不准确而且还含有误导信息。”

在明镜集团报社上市的时候，马克斯韦尔就与承销商们达成共识：如果未得到他们的特殊批准不会买卖股票。当股价下跌时，他要求得到购买的批准——很显然是为了支持公司股价，也很显然是为了避免经公告或未经公告的作为银行贷款担保物的股票价格下跌。他的要求遭到了拒绝，但是他还是做了，其在海外的两家子公司在5月和6月通过高盛完成了价值2600万英镑的购买交易，但他还是未能阻止股价在90天内下跌25%。在下半年，他仍然希望阻止股价下滑，通过高盛购买了7500万英镑的明镜集团报社股票，最终交易总额达到了3.44亿英镑。

明镜集团报社51%的股份被质押给银行作为借款的抵押——不过明镜集团的股票市值持续下跌。到10月下旬，马克斯韦尔的私人公司已经出售了除明镜集团报社和马克斯韦尔通讯公司之外的所有可用资产。贸易及工业部的调查员在正式的文件中写道：“从那时起，压力开始变得更大，让马克斯韦尔不堪重负。他被要求偿还高盛的两笔贷款，但是他已经因满仓而无力偿还债务。”雷曼兄弟也要求他还款——同样也未收到还款。

随着高盛开始在下跌的市场上出售作为贷款担保物的马克斯韦尔通讯公司的股票，贸易及工业部的调查中写道：“这个帝国的覆灭不可避免。”仅仅在其上市的7个月后，明镜集团报社突然不得不向银行借款——因为罗伯特·马克斯韦尔需要钱。员工纷纷被辞退，缴纳年金的人员也遭受损失。“高盛……在这次市场操纵事件中负有不可推卸的责任”。

马克斯韦尔的整个故事就是这样令人吃惊，留给高盛密切关注的问题则是：为什么公司愿意放弃以前那种宁愿支付上亿美元也不冒险与公众发生冲突的循规蹈矩的道路？

毫无理由的事件有时可以通过了解事件来龙去脉的重要性找到合理的解释。迪克·门舍尔和鲍勃·慕钦分别于1988年和1990年因变成有限合伙人而离开高盛。尽管两人都非常能干，门舍尔和慕钦却并不太喜欢对方而且也无法共事，因此股票经纪业务的两部分——销售和交易在许多年里一直是分开经营的。他俩离开以后，两个部门被合并为统一的股票部门，该部门处于罗伊·朱克伯格和戴维·塞芬的领导之下。在格斯·利维逝世后的那些日子里，慕钦一直被认为是埃里克·希因伯格的“保护神”——法力强大而且能照顾和保护他的长者。慕钦尊重希因伯格作为交易员在市场上工作的技巧以及他守口如瓶的个性。在用“家庭式”的忠诚组织起来的公司中，慕钦和希因伯格都是格斯·利维的“儿子”，而且慕钦也本能地明白兄弟之间的忠诚义务。希因伯格对慕钦是绝对忠诚的。还有一些其他的东西：希因伯格对高盛是全身心的投入。就像一位合伙人所说的：“公司就是埃里克的初恋。”

在慕钦准备成为有限合伙人并离开高盛的时候，他对准备以合伙人身份接手管理交易部门的塞芬说道：“埃里克在你之前就当上了合伙人，所以尽量注意一点儿，他可能对要向你报告而感到不太舒服。他对复杂的大宗交易和国际股票交易非常在行。不要把你们之间的关系弄得太复杂。给他一些空间让他用他自己的方式做事——并让他对这种处境感觉良好。永远记住：他比你资深。”

实际上，是希因伯格将塞芬介绍给杰伊·特南鲍姆，特南鲍姆聘用的塞芬。所以，从个人感情上来说，要希因伯格接受塞芬现在是他的上司，而且还要向他汇报工作确实不是件容易的事。塞芬制定了希因伯格和其他交易线的合伙人的工作规程，同时要求如果要突破这些规程必须要获得希因伯格的同意。接着塞芬说道：“埃里克，让我们一起回到60年代。所以，不需要感到惊奇，可以吗？”

希因伯格在纽约管理着一组他在伦敦聘用的欧元债券交易员。他每个月都会飞到伦敦，晚上带着他那些出身工人阶级的交易员们喝得大醉以帮助他们放松，这样做也可以帮助他了解这些人都在干什么和干得如何。在这段时间，高盛被邀请参加了与数十家英美交易商的竞争——由菲利普·希尔投资公司持有的价值3.3亿英镑的股票组合的大型交易。这次竞争也包含了在伦敦金融界争夺地盘的含义，因此，竞标获胜在让公司有利可图的同时还能大大提高高盛的知名度和被认可的程度。希因伯格非常辛苦地工作，他为投资组合中的每一只股票定价并提出了竞价——他们获胜了。

罗伯特·马克斯韦尔从伦敦给身处纽约办公室的希因伯格打电话祝贺他的胜利，希因伯格非常谦虚地表示下次去伦敦时希望能去拜访他。马克斯韦尔热情地欢迎他并说他们应该一起做更多的生意。马克斯韦尔很快就开始通过希因伯格下单，他总是亲自给希因伯格打电话讨论市场和价格。希因伯格很愿意当专家，而马克斯韦尔也很愿意与他分享对交易的看法和交易策略。他俩都是市场和交易狂人，因此他们的越洋长途很快变成了一天两三个。当管理委员会决定将一组有培养前途的年轻人派往伦敦时，他们决定将当时年纪已经比较大的希因伯格也派去。

希因伯格的特殊兴趣和专长都在可转债交易上。格斯·利维和杰伊·特南鲍姆都是“可转债人”，所以他们非常欣赏希因伯格作为可转债交易员所做的一切。由于纽约的交易差价已经非常小，所以这项业务利润空间狭小，希因伯格计划到伦敦后可以参与差价比较大的欧洲市场，在低风险的前提下获得更多的利润。他曾经为公司赚过大钱，但是他在高盛的地位和合伙人份额却是在明显下滑。有一次他差点被排挤出高盛，但是他找到了与他在债券业务线一起工作过的约翰·温伯格，向他抱怨这不是高盛应该做的事情，温伯格收回了决定。现在，希因伯格希望收复失地并且决意在伦敦重现他在其他地方的“吸金”经历，不过这次是用美国的市场方式交易英国股票。

希因伯格知道，如果他能找到突破口，他就有能力造成足够大的影响。他甚至可以帮助高盛发展成为金融城的主要券商，并

且逐渐在欧洲扩展。在他到伦敦赴任之后，一系列促成危险的各种细微因素开始逐渐暴露，但也只是在事后回顾才看得出来。他到达伦敦的时候高盛尚未发展成为具有足够经验的国际性组织，没有人有丰富的直接经验，像专家那样在伦敦市场找到线索和蛛丝马迹。

毋庸置疑的是，马克斯韦尔非常渴望进行交易。鲍勃·康韦也一样，他是高盛投行部们的合伙人，刚刚到达伦敦，他非常英俊、敬业和聪明，但是却疑心过重，不具有自我保护的能力。高盛在伦敦创业期间，康韦被调到伦敦，他的任务几乎是不可能实现的——在服务已经过度而且对于新的银行，特别是美国银行，已经没有任何胃口的市场上开发投行和商业银行业务。现实一点说，康韦必须找到一家不寻常的公司或者一个非正统的管理人员来实现突破。

康韦“发现”马克斯韦尔也是这么一只“发现”陷阱的浣熊或者一条“发现”诱饵的鱼。康韦愿意取悦他人，而当他在帮助邓白氏（Dun　Bradstreets）将OAG航空指南杂志销售给马克斯韦尔的时候，马克斯韦尔非常愉悦地告诉了康韦他的感受。一直在不停地进行交易的马克斯韦尔开始向康韦大献殷勤，邀请他参加各种奢华的派对和活动。同时，康韦也将马克斯韦尔当做能够帮助他找到突破口的客户而恭敬万分。在管理委员会投票决定由于罗伯特·马克斯韦尔不守承诺而不为其操作投行业务之后，康韦开始寻找能够接手的人并且开始考虑是否能开展其他业务。他与刚刚从华宝加入高盛的彼得·斯皮拉进行了交谈。根据斯皮拉的描述：“交易委员会1972年的报告指责了存在问题的那位先生，并且说他也正在从华宝那里获得好处，我拒绝指认他。第二天，鲍勃·汉伯格到我房间说他被问到同样的问题，还问我应该怎么办？我非常明确地告诉他不要与那人说任何事，公开或秘密的都不行。”

康韦鼓励埃里克·希因伯格与马克斯韦尔相识并与之处好关系。很快，被邀请到星光熠熠的派对的人变成了希因伯格。就像任何一个进入已经成熟的市场的人一样，希因伯格没有任何机会能够让那些高端客户放弃以前的业务模式或与他们进行交易的券

商。他知道如果能用创新产品与不讲规矩的边缘客户进行交易，他就能有个很好的开端。在高盛，汇报制度是直线型的，伦敦的运营部门并不向位于金融城的当地管理人员汇报，而这些人恰恰又对当地的风险有相当的了解。最后，希因伯格成为一位孤独者——他连高尔夫都是一个人打，而伦敦的合伙人们对他个人也不甚关注，他们各自为营。没有任何一名伦敦的合伙人愿意和马克斯韦尔合作——他们觉得自己无须妥协，因为当时高盛已经获得了英国燃气公司的私有化项目，而且非常有信心能获得BP的项目。无论如何，马克斯韦尔需要高盛认可他自己。

当然，还有其他因素：有些是因为希因伯格，有些是因为高盛。希因伯格有一个不同寻常的习惯，他每天会检查所有的交易单据，还说："生意场上无朋友，我做交易的基础不是友谊。"出于对秘密的极度保护，他经常把自己关在办公室，压低声音与客户通话。他非常与众不同，特别是在这个极其重视团队合作的组织里更是如此。公司的其他交易员已经习惯性地避免和他接触，他孤僻、暴躁，别人都很清楚最好离他远远的。当马克斯韦尔来电时，希因伯格坚持要其他人离开他的办公室，然后把门关上。

公司迅速壮大，在不同国家做着各种各样的业务，而且也越来越正规化和系统化。高盛的状况已经不同往日了：公司正在经历全方位的变革，迅速摆脱了当年利维创立的和希因伯格熟知并喜爱的家庭式运作模式。但是那些对公司的忠诚，以及离开的合伙人可以自由创立并拥有自己业务的老规矩仍然保留着，特别是对那些公司元老来说。希因伯格很快被那些年轻又能够熟练运用计算机模型的MBA和博士们超越，这些人本身也是涌入华尔街的技术革命的一部分。他们把希因伯格当做过失的、走下坡路的"凭直觉的"交易员。希因伯格憎恨那些充满自信、教育背景好又能融入社会的年轻交易员，他们在公司晋升很快而且还获得了比他更重要的职位。现在，很多事他必须要得到他的后辈们的批准才能执行。他憎恨这种处境——不过是在心里憎恨，并没有表现出来。注

希因伯格很高兴被派到伦敦开发交易业务。他对于了解新市场总是非常感兴趣，而且对他来说，伦敦不仅是个新市场，而且

关于大变革后证券市场的重组也是炙手可热的话题。这样的大型重组打断了已经建立的交易关系和交易模式，将会给高盛这样的市场后来者提供切入点和发展的机会。希因伯格和其他人都期望伦敦会像60年代的纽约一样，经历从单纯的股票交易经纪业务模式向既有代理也有自营交易的混合模式的转变。“混合”市场的发展正好符合高盛的优势所在：丰富的大宗交易经验、了解如何承受风险、具有联合销售和交易的经验以及拥有庞大的资本金。如果所有事情都发展顺利，伦敦就是希因伯格寻找的目标所在，也是他获得个人回归的大好机会。如果他能在伦敦取得真正的成功，他将能重回高盛的领导层。

他准备做点事情。在大变革允许英国的交易商和中介商合并之前，所有上市证券的交易都是纯粹的对交易合同的执行，而无须担心做市交易中可能发生的资金亏损问题。伦敦的经纪商不做市——因此他们几乎没有任何资金也没有任何做市和承受风险的经验。即使在大变革之后，英国的券商对于大宗交易仍然存有疑虑。但是高盛和其他美国券商采取了主动，在投入大量资金并承受可控风险的同时在上市市场和柜台市场做市。伦敦的机构投资者很快就认识到通过这些具有做市经验而且能够承受以特定价格进行大宗交易风险的交易商执行交易的便利性。

“只要有条件，埃里克就会做许多交易。”鲍勃·斯蒂尔回忆道，“当他到伦敦的时候，我们的规模很小，还是外来者。那些日子里，伦敦人关心你在哪里读书，怎么进去的。他们对于极力想挤进来找点儿生意做的美国人没有兴趣，特别是这些都不是什么大买卖。我们的办公室简陋破旧，交易又都是代理业务，能够分一杯羹的业务太少了——而我们美国人又挤了进来。所以埃里克四处探听，寻找能开展业务的人。他特别希望能够找到一条打开英国证券业务，或者是欧洲大陆证券业务的道路。”打开伦敦市场的道路之一就是投资组合交易，在纽约，高盛对这项交易已经轻车熟路，不过它对伦敦人来说却是个新生事物。这就是埃里克·希因伯格找到罗伯特·马克斯韦尔的原因。

在希因伯格谨慎行事的领域，马克斯韦尔非常富有魅力而且不同寻常，往往能够干成很多事。希因伯格调查了一下他的背

景，发现他正在与嘉诚和其他所有知名的券商做交易。但是他在嘉诚的熟人说出了现在被证明是正确的话：“我们与马克斯韦尔做生意，但是不会做任何依赖于他对局势判断的风险业务。如果你的客户可能是个魔鬼，那是非常危险的。”

希因伯格是当时来到伦敦的强大领导“团队”中的一员。这支团队由一群年轻的领导人组成，他们决心要进入那个已经比较成熟的市场，以便高盛的业务能够扩展到欧洲大陆并实现约翰·怀特黑德将高盛打造为全球投行的愿望。这场战役的开端应该是股票经纪业务，而股票经纪业务应该由机构的大宗交易领头。希因伯格的任务就是打造大宗交易，即用最少的资本承担最小的风险。达到这一目的的最好方法已经被格斯·利维和鲍勃·慕钦演示过：将机构交易与富有公司的交易连接在一起；参与行动；然后“开始玩游戏”。虽然对伦敦金融城来说大宗交易仍然是一桩新的业务，而对高盛来说则已经再熟悉不过了。希因伯格将马克斯韦尔视为“大象”，也就是能够帮他找回往日地位的大客户。

“我们被冲昏了头脑。”与希因伯格合用办公室的斯蒂尔回忆道，“马克斯韦尔是我们进入那些派对的入场券。我们知道高盛在交易方面非常在行，埃里克也知道他自己非常擅长交易。大型的交易账户经常都是‘不同寻常的’，绝不是小打小闹的交易。埃里克与马克斯韦尔做的业务越多，我们其他人就越感兴趣——除了高盛的欧洲首席经济学家加维·戴维斯，他一眼就能看透马克斯韦尔这类人，而且也不愿与他扯上任何关系。”加入高盛前在克莱沃特 - 本森工作多年的西蒙·罗伯逊也有同样的看法：“那人就是噩耗。赶紧把他除掉吧！”当时伦敦领先的商人银行施罗德银行的行长温·比肖夫爵士也有类似的看法：“在早上的管理委员会会议上，我们的看法是，我们8个人中如果只有1个人不同意而其他人同意，我们就继续。但是如果两人不同意，我们就会说不。马克斯韦尔来过三次，我们大部分人表示支持，但是有两个以上的人反对，所以我们不和他做交易。”

希因伯格与马克斯韦尔共享马克斯韦尔在以色列的利益，他们总是被围绕在身边的闪亮的光环所迷惑：影星、香槟、大轿车、直升飞机、政治家、美轮美奂的宴会。有一次在索斯比举行

的慈善拍卖晚宴上，希因伯格的客人以高盛经济学家的形象接近一家报社的记者，并当场同意会接受一次关于英国前景话题的正式采访。斯蒂尔解释道：“当埃里克碰到马克斯韦尔的时候，他就是一直在等待这件事情的发生。埃里克把马克斯韦尔看做他能重新在高盛掌权的入场券，他告诉别人‘离我的客户远点儿’，尽管高盛每个人都知道所有的客户都是高盛的客户。”希因伯格和马克斯韦尔发展出了孤立的关系——他们自行交易。

希因伯格常常与那些特别愿意做交易的客户直接联系——那些人就像马克斯韦尔一样，非常享受在公开市场进行大额交易和交易技巧被人认同的愉悦。尽管马克斯韦尔可能同时和几个人就某项交易进行接触，但是在他亲口说出“我和你做交易”这样的决定性语言之前，他从来都不认为他已经作出过承诺。

希因伯格以马克斯韦尔的股票和年金基金持有的股票为担保为他提供更多的贷款。为了获得授权来做这些交易，马克斯韦尔说6天之内就能做清算，“如果作为担保物的股票价格开始下跌，我们可以把它们卖掉。对于马克斯韦尔来说没有风险敞口。我们必须第一个做”。有了一个融资账户之后，高盛就能获得控制权，即使不能控制马克斯韦尔的承销业务，也能获得其交易业务。

察觉到机会后，希因伯格成了马克斯韦尔通讯公司股票的承销商。希因伯格和马克斯韦尔两人都认为能控制对方。希因伯格很欣赏马克斯韦尔，认为他是一个聪明而且经验丰富的客户，能做大交易而且他的操作都是游走于法律的边缘。但是他很自信，无论马克斯韦尔有多聪明，在交易和市场方面他肯定比马克斯韦尔更聪明，而且非常确信他将一直拥有控制权。而马克斯韦尔在尊重希因伯格交易技巧的同时，也很清楚自己并没有告诉希因伯格所有的事——他的有些秘密是非常关键的。尽管希因伯格在交易上技巧高超且经验丰富，但是其过分的自信使得马克斯韦尔有机可乘。

希因伯格通过马克斯韦尔通讯公司的股票赢利丰厚而且逐步赢得了高效机构大宗交易商的名声。通过他的技巧和关系网，他

将高盛打造成能带来大型业务、美国式的自担风险的伦敦大宗交易商。他最大的客户就是宣称要建立全球媒体业务的罗伯特·马克斯韦尔。事情发展很顺利。“每个人都渴望认识马克斯韦尔，”斯蒂尔回忆道，“我们也希望获得派对的入场券。”在高盛准备打造其投行业务时，马克斯韦尔有机会成为其关键客户。

鲍勃·康韦非常渴望打造公司的融资业务，所以他催促当时已经是明星副总裁的约翰·索顿与马克斯韦尔一起将伯利兹语言学校包装上市。康韦回忆道：“马克斯韦尔将伯利兹的承销业务给了我们，这对我们是一桩具有重大意义的大生意：为一家英国公司在英国上市的股票进行承销，而这些股票大部分被英国机构认购。”就如跨越赤道一样，这一标志性事件让高盛意识到其能够在伦敦大获成功。高盛的合伙人认为他们对马克斯韦尔的了解足够让他们实现自我保护。彼得·萨克斯回忆道：“我们知道马克斯韦尔被一家英国监管机构认定为不适合管理上市公司的人。我们知道他是与维克托·波斯纳（Victor Posner）[注]类似的人。”他是最终被美国证券交易委员会禁止担任任何上市公司的高管和董事的美国人。康韦基于两个理由认为公司将伯利兹包装上市是安全的。第一，伯利兹语言学校上市之后能够脱离马克斯韦尔的直接控制，第二，只要小心一点，高盛能够将自己与马克斯韦尔隔离开来。希望是想法的来源，而两者大部分是通过想象来连接的。

1991年初，马克斯韦尔又购买了1.05亿英镑马克斯韦尔通讯公司的股份，其中大部分是通过高盛购买的，而高盛后来承担了马克斯韦尔通讯公司股票一半的交易量。1991年4月，由公司年金基金持有的价值5500万英镑的股票的被马克斯韦尔控制的两家海外公司购买。这项未按照规定在伦敦申报的出售交易是在纽约通过高盛进行的。1990~1991年，马克斯韦尔购买了令人吃惊的马克斯韦尔通讯公司价值4亿英镑的股份，其中大部分依旧是通过高盛进行交易的。

1991年4月，马克斯韦尔开始了露骨的盗窃并且获得了希因伯格不经意中提供的帮助：为了区区110000英镑的佣金，后者对交易中的疑点置若罔闻。4月26日，高盛通过毕晓普斯盖特投

资管理公司（Bishopsgate Investment Management）提供的资金从由马克斯韦尔控制的两家年金基金手上以5490万英镑的价格购买了2500万股马克斯韦尔通讯公司的股份，而马克斯韦尔的私人公司在同一天秘密而间接地被马克斯韦尔控制的两家里奇特斯坦信托公司购买——所以它们当时可以作为急需的银行贷款的担保物。

1991年4月30日，马克斯韦尔安排了明镜集团报社49%的股份进行IPO。在马克斯韦尔的恶名还未广为人知的美国和欧洲大陆，这次IPO进行了大力促销。募集的款项被用来偿还银行贷款。由于知道马克斯韦尔通讯公司2/3的股份由马克斯韦尔的实体公司（法律规定是不超过70%）持有，而且拥有80%股份的投资者不会出售该股份，希因伯格相信他能够在严重缺乏流动性的时候抓住做空者然后让他们忍痛补仓——让高盛大赚。当马克斯韦尔的持股比例达到70%的限制时，他将希因伯格引荐给其他以在瑞士的雷赫施泰纳博士为受托人的里奇特斯坦的“友好”买家。以出生在布鲁克林为荣的希因伯格再次忽略了那些关键问题，而一个市场经验丰富的人即使凭直觉也能感受到那些买家都在马克斯韦尔的控制之下。

高盛在1991年春天还在为马克斯韦尔做交易，而马克斯韦尔通讯公司的股票价格随着在“名声显赫的顾问”的帮助下完成的IPO而上涨。高盛对马克斯韦尔的敞口达到1.6亿美元，包括股票、外汇交易和持有OAG的优先股。由于风险太大，戴维·塞芬要求希因伯格减少敞口。8月，希因伯格向马克斯韦尔提供了另一次大宗交易机会：1670亿股。马克斯韦尔没有采取直接购买的方式，而是提出了诱人的建议：他可以按照大大高于市场价格的溢价购买这些股份，但是要等一个月之后。于是这项建议就变成了高盛同意以每股2.03英镑的价格出售1570万股马克斯韦尔通讯公司股份，这大大超过了当时1.71英镑的市场价。出售期权中包含了一条特定条款：该期权的失效日是11月30日，这个日期仅仅在马克斯韦尔被禁止购买股份之日后的两天，也正好是高盛财年的最后一天，当天所有的头寸价值都要按照市场价格进行计算。在期权有效期内，马克斯韦尔通讯公司的股价跌至每股1.39英镑，这给了希因伯格和高盛足够强的动力去购买可以以每

股2.03英镑出售给马克斯韦尔的股票。如果马克斯韦尔有钱兑现他的承诺，这项期权如此低的溢价使得其行为相当于一次延期支付的购买。希因伯格应该知道马克斯韦尔正在支撑马克斯韦尔通讯公司的股价。高盛肯定也可以威胁马克斯韦尔，如果他不购买那些股票，那么高盛将会在市场上进行抛售，那么这些股票作为贷款抵押物的价值将大大降低。

同时，马克斯韦尔在一个融资账户上还欠高盛9000万美元。但是他既没有钱，也借不到钱。在纽约，高盛特意挑选的三名合伙人：肯·布罗迪、鲍勃·凯茨和鲍勃·赫斯特，他们独立，与马克斯韦尔素不相识而且没有业务联系。三人到马克斯韦尔位于沃尔多夫酒店的顶层套房拜访他，并非常清楚地告诉他，他必须还钱。马克斯韦尔把他们带到楼顶的天台上，在那里三人向他解释了他必须做的事情：要么减少敞口，要么大家通过出售抵押物减少敞口。风声很大，他们的声音几乎听不到。马克斯韦尔面对他们说道："如果你们要向我开枪的话，那就动手吧！"在下电梯的时候，布罗迪问道："你们觉得他为什么要把我们带到天台上呢？"赫斯特说道："这样，他说的任何东西都不会被电子监控，他肯定能感觉到我们有内线！"

1991年10月22日，马克斯韦尔要求在高盛召开紧急会议，但是法律总顾问鲍勃·凯茨说道："我们对开会没有兴趣。我们唯一感兴趣的是还钱。到期日已经过了，没有什么好谈的了。"非常沮丧的马克斯韦尔未经事先通告就到了高盛的纽约办公室，他见到了布罗迪，布罗迪提醒马克斯韦尔关于延期一年执行和苏坦的狗被训练说话的故事[注]。马克斯韦尔获准延期一周，但是一周后，马克斯韦尔仍然没有还钱。

内部人士都对一向严格按照文件办事的高盛能够接受马克斯韦尔的关于那些秘密的信托都不在他控制之下的口头承诺感到非常惊讶。现实一点来说，关于马克斯韦尔盗用年金基金的事实，高盛即使不被以共谋起诉，也可能因为其诈骗提供渠道而被起诉，因为马克斯韦尔是通过高盛销售明镜集团年金基金的股份并指明了所获收益的去向。马克斯韦尔的犯罪行为包括操控市场以及通过其控制的里奇特斯坦信托买入明镜集团的股票而人为地支

撑股价。

希因伯格被控为不法行为提供实现手段：他要么知道或应该已经知道他为马克斯韦尔执行的那些交易只是其为保护作为银行贷款担保物的股价而欺骗投资者的托市行为。希因伯格要么由于过失成为共谋，要么他就是个受害者。如果高盛不知道或者没有猜到马克斯韦尔在干什么，那么它就像西德尼·温伯格在另外一个场合说的“不太聪明”或者就像一名现任合伙人说的——愚蠢！

1991年11月4日，星期一，高盛的吉恩·法伊夫致电英格兰银行的副行长埃迪·乔治，表示高盛会在5号宣布出售马克斯韦尔通讯公司股份以清算贷款。高盛终于要停止和罗伯特·马克斯韦尔之间的复杂金融交易了。

高盛与代表年金基金管理委员会的清算人在三年半以后达成了民事和解，高盛无须承认罪责，但需要向年金基金管理委员会支付2.54亿美元。（雷曼兄弟和会计师事务所也将支付另外的1.56亿美元。）在伦敦办公室的负责人——富有西弗吉尼亚州魅力的吉恩·法伊夫的主持下，这场谈判获得的结果比他们想象中的要好。吉恩·法伊夫在这件事上花费了大量的时间和精力，他在英国政府和业界有着极广的人脉且口碑极佳。

意识到专家建议的重要性，法伊夫聘用了山威克咨询公司的顾问彼得·康维斯。康维斯建议高盛应当向公益团体捐献200万美元用于此次事件各种方面的研究。对最后结果更为重要的是，后来任职于约翰·梅耶内阁的康维斯的兄弟在政府各个层面都有关系，他帮助选择了一群细心的、经验异常丰富并且客观的公务员，其中由约翰·卡克尼担任首席调查员。卡克尼在直接向首相报告的皇家秘密情报服务机构——MI6里任职，曾被封为骑士。

法伊夫与卡克尼有过多次会面。法伊夫总是称呼他叫“约翰爵士”，而卡克尼也花了多年时间才将“法伊夫先生”的称呼改称了“吉恩”，两人都花了不少时间去了解对方，认同相互的价值观

并且一同发掘对两人都有用的信息。每次会面都以一条无言的警示开始：双方都了解规则，不能做任何记录——就像这次会谈根本就没有进行过。每次卡克尼都等到法伊夫点头才开始说话。他们日程上的中心问题说起来容易，但是难以作出决定：这一部分是因为错误决定带来的后果会非常巨大而持久；一部分是因为他们的任何决定都将是不可逆转的最终决定；还有一部分是因为作决定的基础必须是无懈可击的。

法伊夫的目标非常明确，改善高盛在公众面前的不良形象并且达成和解协议以避免给公司带来过度的损失。避免被起诉是首要的目的。刑事起诉的后果会包括暂停交易、在英国和世界各地的巨额损失、巨额的民事诉讼费用、美国证券交易委员会的调查，公司整体蒙羞以及遭到“放逐”。

法伊夫的目的是在卡克尼的思想里灌输信心和理解，这样能帮助这位富有经验的情报人员在解读希因伯格的行为时客观地认识到那只是行为偏差，而并不能代表高盛的行为也不能作为高盛今后行为的方向。而且，如果高盛“只是受伤而非死亡”对整个英国和伦敦的市场会更好。

就像一位父亲评价其女婿一样，这样的过程需要时间以及不断的考验。他们的讨论没有定式，经常重新检视熟悉的背景而且有时会很快转换到新的话题。他们在发掘关于高盛的事实、政策、做法和高盛的人员时总是能够找到共识；不过他们从来不在电话里讨论这些。

当卡克尼和法伊夫会面一年多以后，高盛在美国的沙利文–克伦威尔律师事务所和公司内部律师开始收集事实。最后，他们得出决定性的结论：高盛应该和解。这件案子不能受审。

尽管知道时间不多，法伊夫和卡克尼仍然见面希望能够找到更好的结果。两人独立行事，不想也不再征求任何建议。两人在见面之前就知道和解涉及的金额巨大，达到了历史最高纪录。两人对于能在短时间就达到目的都惊喜万分。最后，卡克尼相信法伊夫并认为高盛如果遭到大额民事处罚而不是刑事检控对英国市场更有意义。高盛向遭受马克斯韦尔损害的年金基金管理委员会

贡献2.54亿美元。年金基金管理委员会接受在高盛得到普遍认可的低于5亿美元的任意数额。

在他们热情握手的时候，约翰爵士笑着说："吉恩，我想你对这份文件可能会感兴趣。"然后他把一份正式的刑事起诉书交给法伊夫。"如果我们不能达成刚才的条款，那么高盛和我们的谈判就将完全终止，而高盛将在今天被正式起诉。"

由于马克斯韦尔的行为而遭受约6亿美元损失的年金基金管理委员会任命了新的受托人。他们马上展开了对代表马克斯韦尔的高盛、雷曼兄弟和会计师的诉讼，请求赔付大额的补偿金。高盛当时面对着作为外国人所面对的最坏处境——因为贪婪而使得成千上万的基金所有人变得贫困的市场行为很容易遭到起诉。高盛的合伙人很容易想象在审判庭外面的场景：坐着轮椅的基金所有人聚集着，被人拍照，同时向那些唯恐天下不乱的伦敦报纸发表头条演说。就像现在一样，伦敦报纸的报道是冷酷的，7份早报，晚上还有两份小报跟踪报道早报的特色故事。竞争是激烈的。马克斯韦尔的故事和高盛的牵连肯定能让销量大增。事实上，马克斯韦尔事件的确在接下来的几年里对公司在英国和欧洲大陆的业务造成了明显的伤害。

经历此事之后，合伙人们为他们自己提出的这个问题而感到尴尬："我们怎么能让这种事发生？"教训是明显的：没有人能够在汇报线或指令链条之外运营。作为小型的、能满足缓慢发展的、市场上的"家庭"公司，公司维持这种状态的时间太久。对于在快速的全球市场进行交易的大型公司来说，规范的风险控制是必须的，而真正的风控系统不光要能够避免未曾预料的风险，而且还能够避免你认为不可能会发生的风险。

吉姆·戈特同意："与马克斯韦尔的交易缺乏监管。我们没有足够的制衡能力。与他的交易关系开端很好，但是随着交易越来越大，这种关系开始变味，最后变得很不好。最后，我们付出了很大的代价。我们的交易非常复杂。当交易的数量、速度和复杂程度变化时，交易就会容易失控。当这种情况出现时，就会出错。不是所有的错误都会被发觉，有些错误确实会对你造成巨大

伤害。我们非常幸运，被逮住的次数很少，来自公司内部最主要的两项巨大风险就是傲慢和过于关注赢利。”

所以，马克斯韦尔的这次惨败也产生了一个好结果：高盛加强了风险控制，变得更严格——任何情况下都不例外。这也更加强了乔恩·科尔津对公众持股建议的合理性，因为对上市公司来说，被合伙人们痛苦地分担的大笔成本会很容易地通过会计处理后会被轻松地“一笔勾销”。马克斯韦尔事件很快就导致合伙关系向有限合伙——LLP转变，这是通向IPO的阶梯之一。

合伙人在心理上对马克斯韦尔事件的和解已经有了准备，但是和解的金额还仅仅是估计的数字。和解达成以后，估计的金额变成了冷冰冰的数字。在高盛内部，下一个问题就是谁该支付这2.54亿美元。前些年的合伙人被要求“退款”以支付和解费用。

吉姆·戈特和弗雷德·克里门达尔代表不同的合伙人团体进行谈判。1995年4月，一般合伙人、有限合伙人和退休合伙人的建议被收集在一起。管理委员会决定由1991年的普通合伙人支付和解费用的80%，1990年的普通合伙人支付15%，1989年的普通合伙人支付5%。[注]在一份给164位合伙人的内部文件中，管理委员会表态说：“我们认为这个决定符合大家对于普通合伙人在类似情形发生时应该如何应付的期望。”这只能是模糊的正义。度过和解阶段并百分之百地回到业务上，对于当时正在153进行国际扩张并且在人力财力方面都进行了巨大投入的高盛来说是至关重要的。持续的马克斯韦尔阴霾对于高盛来说是沉重的负担。

2.54亿美元的和解费并不是马克斯韦尔事件的终结。会计师和律师们在整理马克斯韦尔案件后也会向他们出具高额的服务费账单，金融服务局因为高盛在三桩交易中未能履行申报义务而对其罚款16万英镑。高盛在与马克斯韦尔之间的贷款和未清算交易中也损失了9000万美元，并且也没法参与英国电信第三次私有化的交易。对于高盛来说，总的损失达到了5亿美元。

1995年11月底，高盛当时服役期最长的合伙人埃里克·希因

伯格成为有限合伙人。他于1960年加入公司并于1971年成为合伙人。

英国皇室通过贸易工业部于2001发表了对马克斯韦尔事件的调查结果。在其中：马克斯韦尔通过将其控制的投资出售给马克斯韦尔通讯公司年金基金而“留住”这些投资。有些交易非常复杂，勤勉的贸易工业部调查员也不得不承认：“我们实在无法获知这些买卖交易的真实原因。”1986~1987年，年金基金管理委员会经常性地根据马克斯韦尔的要求向其提供无担保贷款。马克斯韦尔与希因伯格一同商量定价和时限，同时让希因伯格给雷赫施泰纳博士打电话，造成双方在独立思考的前提下达成共识的假象。在马克斯韦尔通讯公司于1989年10月在日本通过日兴证券上市时，一系列艰难的交易使得马克斯韦尔无须进行披露。而这个过程中的关键一步就是将高盛拉了进去。6个月之后，希因伯格发现由日兴出售的股份又回到了伦敦市场，而且在知道马克斯韦尔“对股价着迷”的事实基础上，他看到了交易的机会：在知道马克斯韦尔会以高价买进该股票之后，他可以在市场上逐步买入，这对高盛来说是十分有利可图的。在1990年8月初，一次大规模的大宗交易正在酝酿并且由高盛出售。马克斯韦尔两次向高盛大量出售期权——超过了3000万股。这足以让公司确信其可以向马克斯韦尔以高于市价的价格出售，因为马克斯韦尔决意要支持其股价。同年9月，年金基金大量买入股份。当时购入的最大一笔为1700万英镑，这也是通过高盛完成的。

从贸易工业部调查报告公布后的一篇报道中，高盛压低媒体负面报道的非凡能力可见一斑：“高盛伦敦公司的一名发言人在周五表示‘报告正确地得出了高盛并未与罗伯特·马克斯韦尔形成任何联盟或达成任何协议的结论’。他还指出马克斯韦尔先生‘有意并成功地欺骗了’高盛。我们对此非常抱歉，如果早知道这些事，我们当时就不会那么做了。”得知马克斯韦尔的儿子和其他人在长时间的审判后被判无罪后，贸易工业部检察官说道：“鉴于在刑事程序中的无罪宣判，我们决定不采取可能会导致无罪宣判遭到质疑的方式。但是无论如何，即使不构成犯罪，那些行为

也是要受到谴责的。不过，我们并不做法律上的判断……所以，在当时的情境下，最首要的责任应该归于罗伯特·马克斯韦尔先生。作为罗伯特·马克斯韦尔先生购买股票时的主要经纪商，高盛在关于市场操纵的行为方面应该负主要责任。”

凯文·马克斯韦尔指证说高盛建议其父亲进行价值数百万英镑的炒高马克斯韦尔通讯公司股价的运作，但是很显然高盛通过自己的交易运营使得炒作失效。希因伯格向贸易工业部调查员提供的证词往往和凯文·马克斯韦尔以及涉及该项交易的其他人的证词出入很大。通常，最大的区别在于罗伯特·马克斯韦尔是否是最终的决策者。希因伯格常常说马克斯韦尔并没有参与。而其他人则重复地说他是唯一参与的人。无论哪种说法，高盛的合伙人都深深地陷入了整个事件，而希因伯格和高盛合伙人本该更深入地了解他们自己的监管职责。

一个知情的合伙人总结说：“最后的和解数额也许非常庞大，但是管理委员会的成员在和解时都松了一口气。吉恩·法伊夫的努力使公司逃过一劫。”不过，由>于所有的合伙人实际上都与马克斯韦尔没有任何瓜葛，因此也可以理解他们为什么反对掏上百万美元的和解费。对于法伊夫，有的人多少还有一些怨恨。

数年后，吉恩和他夫人安妮·法伊夫在伦敦与朋友聚会，欣赏表演并享受假期。在卡多根酒店住宿的时候，他们收到卡克尼从下议院寄来的邀请函，邀请他们第二天下午4点喝茶。当时卡克尼已经成为终生贵族。在到达地点后，他们非常惊奇地发现工党的前内阁总理弗兰克·菲尔德和他的6名同事以及卡克尼爵士一起前来欢迎他们。热情的寒暄后，他们进入画室喝茶，卡克尼爵士说道：“我们今天聚在一起，是想告诉你马克斯韦尔事件现在结束了。谢谢你，吉恩，谢谢你在这个困难过程中的出色表现。我们都非常感激。谢谢！”

---

1. 马克斯韦尔有由几家劳埃德保险公司共同承保的总价达2000

万英镑的保单。如果是心脏病等的自然死亡，保单不会得到赔付，但是如果是意外或谋杀，则需赔付保单金额。伦敦一家医院法医学主管怀斯特医生出具了英国病理学报告。

2. 英国监管部门的术语。

3. 他作为交易员的天才是有目共睹的。1991年，当威登家族希望出售他们持有的LVMH公司价值3.2亿美元的股份时，该家族常用的券商百富勤银行提出要以折扣价购买，而希因伯格因提出以市场价收购而胜出。他随后挫败了做空交易商，多购买了2亿美元的股份，随后当做空交易商准备填仓而股价被炒高时，他将这些股份重新出售给机构，卖点就是公司的独特性、独特的价值和获得合适的股票份额的独特机会相对于出售的溢价物有所值。作为一名交易员，希因伯格非常富有技巧地出牌并获得超过1000万美元的赢利。

4. 著名的“公司突袭者”。——译者注

5. 被指控的男人向苏坦承诺说可以让苏坦的狗学会说话。当他的狱友问他为什么会向如此残暴和具有报复心的苏坦做出这样的承诺时，这个人解释道：“嗯，一年之内，我可能已经死了，或者苏坦可能死了……或者那条狗会说话了。”

6. 需要法伊夫个人支付的和解费用部分为400万美元。由于在1991年、1992年和1993年提取了大额备用金，所以所有的费用必须收回，用来支付这2.54亿美元的和解费用。

25 套利业务

风险套利的原理很简单，如果对相同或均等的两种产品在两个市场中进行定价，无形之手将推动两者价格相等。套利者会抓住不同市场的相同产品或是相同市场上可对等交换的几种产品间的价格差异，采取事先设定好的行动进行套利。价格差异由市场失灵或者错误导致，而市场失灵是由不确定性与风险之间的差异——只有专家才能够辨别出差异的各种方式——产生的供需不均衡所导致。套利者提高了市场效率——正如亚当·斯密在《国富论》中提到的，套利者间接地、不经意地增加了市场的一致性与公平性，从而使投资者信心增强，并帮助改善了市场整体效率。套利者参与的市场是自由的、充分竞争的、对所有人都开放的市场，因此为了赚钱，他们必须要比别人更敏锐，更有洞察力，或者采取别人想不到的策略。

比如，1988年，位于宾夕法尼亚的埃奎马克（Equimark）公司——股本为1000万股、市场价格为6美元的小型银行控股公司，它发行了1000万份期权，期权赋予投资者以每股4美元的价格购买公司股票的权利。随后，股票价格立刻下跌了1/3，低至4美元，对应期权的市场价格——以零成本购买股票的权利——下跌了一半，从2.50美元跌至1.25美元。仔细阅读了招股说明书之后，弗兰克·布罗森斯发现了一个有趣的现象：对于股东的持有股票数量并没有限制，想购买多少期权都可以。其他股东申请购买了850万股股票，总数少于1000万股。布罗森斯并没有这样做。他提交的申请与众不同。经过与律师的仔细探讨，为了不直接以高盛的名义投资，他注册了一家新公司（以高盛名义投资将会违反《格拉斯–斯蒂格尔法案》对于投资银行和商业银行相互持股的限制），他申购了1000万股期权。显然，总的申购数量超出了总供应量，因此埃奎马克公司不得不将申购单据按比例配售。市场风险为零，不需要绑定公司自有资金，公司在这一笔交易上就赚取了100万美元的利润——基本是一本万利的买卖。

搞清楚风险与不确定性的区别，对于理解套利非常重要。给定足够样本的同类独立事件，风险分析师在决策时能从理论上推算出每件事发生的概率，或者称为“统计学的准确度”。给定一个包含了所有可能收益与可能性的矩阵，决策者能够计算出所有事件发生的概率。这也就是在提供大量样本的情况下，为什么统计学家能够精确地计算出死亡率高低的原因。给定足够多的独立事件，理性的决策者在信息丰富的情况下能够预知未来。而不确定性就不同了：虽然你的预期听起来很合理，但是你不知道事情发生的概率，也不能推算出相应的损益；虽然你知道概率与损益两者都可能发生变化，但是你不知道变化的速度，也不了解变化的方向。不确定性，就像是单个个体的死亡概率一样，对于单个样本来说——或者是任何单独的情况——发生的概率极高。

许多投资者不喜欢不确定性，这点可以理解，他们企图通过回避不确定性来保护自己，特别是在遇到如火灾、严重的交通事故或者过早死亡等致命的灾难时。因此，对于信息灵通、掌握相关技能、活跃在风险管理市场上、能够接受一般投资者讨厌的特定情况下的不确定性的专家们来说，这是一个有利可图的领域。保险公司就是抓住了不确定性与风险之间的差异来赚取利润的。在资本与货币市场中，风险套利者为不愿意接受不确定性而将投资持有到期的投资者提供流动性，如一宗并购案能否在特定时间、特定价格下完成，都存在不确定性。套利者之所以能够获得较高的资本回报率，因为其能够出色地参与到大量独立事件中，从不确定性与风险之间的差异赚取利润，要做到这一点非常困难。潜在的竞争者都被吓退了，因为绝大部分时间利润寥寥无几，而损失却会突然发生，且数额惊人。怀疑论者将这比喻为在急速行驶的蒸汽机车前面冒险捡几美分的硬币。

成功套利有三个非常重要的因素：决策与行动时保持绝对的理性与客观、掌握足够的信息、能够理解信息并对其有独到见解。套利者面临的是瞬息万变的世界，预测、谣言、恐惧、希望都能够引起市场波动，导致价格变化，他们要在其中做出大胆决策，一掷千金。

风险套利是套利的一种，主要是对并购市场中出售的证券进

行理性判断与合理定价。而在遭到目标公司及股东的否决、被反垄断法起诉、被竞价的竞争对手打败（有时是目标公司请来的白衣骑士），或者是市场价格发生反向变动时，并购交易都有可能失败。单个交易的利润通常很少——因为市场并没有那么有效——但是优秀的套利者能够大胆地规避失误，进行多元化组合，在不同的环境中游刃有余，并能够尽力将当期利润最大化，获得高额回报。“套利者需要完全理性，没有任何杂念，平心静气，团队要和谐一致、深谋远虑且果断——以最快的速度改变行动方向”，弗兰克·布罗森斯说。另外一个套利者迪纳卡尔·辛格补充道：“唯一可以指望的是白纸黑字的事实以及自己的逻辑。市场的真谛等待客观的分析去发现。”

合并，特别是竞争收购，依赖于个人判断，受一系列特殊因素的影响。法律、金融、竞争性问题、市场的不确定性都是影响因素。风险套利者总是与不确定性打交道，而不是统计学讲究的精确风险。虽然一般状态可能存在，但每种情况都是独一无二的。幸运的是，久而久之，许多独一无二的状态——如果正确地剖解开来——能够理解为一般状态的组成部分，虽然每次并购事件都不同，但是其中有一些情况总是会重复出现的。经验丰富的套利者能够在寻求成功的过程中，不断提升他们对每种特殊状态的认识深度与广度，提高平均利润率。套利者并不追求完全正确，而是追求基本正确——或者少犯错误——与市场价格所代表的一致看法相比。

在20世纪80年代，高盛公司一般持有80~100个套利交易头寸。持有时间短则三四个星期，有些长达一两年。套利部门过去只有6名研究人员，三四名交易员，人员结构非常精简。现在该部门有20多名员工。每一个岗位都要经常对套利头寸组合进行总结和评估。大约5%的头寸会产生亏损。随着竞争的加剧，回报率也急速下滑——从60年代的25%下滑至七八十年代的18%~20%，近年来更滑落至不到15%。如果市场在85%的情况下定价是正确的，那么拥有更详尽数据、更有远见、更加客观的套利者（这三个条件形成的竞争优势正是高额利润的来源）能够保持90%~95%的准确率。

风险套利中没有什么是已知的或者是确定的。所有都是预测出来的，具有不确定性，股票价格根据具有不同目标、技能及信息的各类投资者对未来的预测来决定。所有波动的部分都在发生变化——有时是巨大的、突然的。所有套利者都在与其他套利者竞争，信心、远见与认知对套利者的成功操作至关重要。因为只有当信息是及时的、独一无二的、不被市场价格反映时才有效，套利者每天接触到的信息来源多如牛毛，要接听几十次电话。有用的、原始的信息都是赚钱的法宝，但这却不是可以免费获得的。要在快速冲击的过程中与其他人交换有价值的信息才能获取；交换信息的双方接收到信息时，都会在脑海中不断评估其价值。

并购套利充斥着不确定性：对新推出的债券与股票，如何对现在与将来的市场进行估值？政府是否会允许吞并企业？这宗交易会成功吗？会计政策是否准确？ABC公司是否会竞价？XYZ公司会如何回应？其他套利者或对冲基金——短期市场的主要参与者——喜欢ABC公司还是XYZ公司？在并购套利中，股票数量大，利润率低，市场对于一致预期的细微变动会迅速反应。套利者要有独立分析能力，因为在评估风险调整、预期未来市场的公开交易证券价格时，需要进行许多决策，需要在许多方面进行搜集、分类、评估资料等一系列的工作。套利不是黑白分明的状态，而是经常被灰色所笼罩，不断变化。利润率高且简单清晰的套利是不可能存在的。

在战后几年中，套利发展成为三种方式。第一种是单一套利，由于供需不均衡，两个市场中同样的证券或商品会出现暂时性的价格差异。套利者通过卖空高价市场中的证券，买入相同数量的低价市场中的证券，从中能够赚取少量利润。有一个案例可以解释这种情况：荷兰皇家壳牌石油公司同时在荷兰和英国市场上交易，如果价格出现少许差异，就会产生单纯套利机会即通过在高价市场卖出，同时低价市场买入。当伦敦或纽约市场上的黄金价格与德黑兰、巴格达或新加坡的产生少许差异时，本润就进行单一套利交易。

第二种套利方式——格斯·利维的专长——是公共电力与铁路破产时的产物。套利者为将要发行的证券——公布但尚未发行的证券——充当市商。尚未发行的证券存在内在的不确定性，这种不确定性会导致价格出现折扣。当套利者精确地计算出证券的公平市场价格时，他们会在市场中为这些尚未发行的证券做市，从中谋利。这不是个大生意，但是对于少量杰出的专业套利者来说，利润非常可观。

在大萧条的年代，许多铁路公司纷纷破产。当时，“二战”时期客流量激增带来了大量现金，许多铁路公司与州际商务委员会签订了计划书，试图从破产中获得解救。但是因为破产所持续的时间较长，它们的股票、优先股或债券市场交易非常清淡。同样地，由于1937年电力持股公司法案中对电力公司持有临近州公司的股份进行了限制，因此大型电力公司不得不进行了拆分。但是没有人清楚各个部分都值多少钱，因此需要在拆分后对每个独立部分进行估价。这种不确定性给做市商和像利维这样的套利者提供了许多赚钱的交易机会。

套利成功的关键是独立客观地评估各种因素。监管的障碍是什么？每个监管者会提出什么问题？哪些因素会促成监管者得出定论？监管或反垄断领域最好的律师事务所是哪几家？不同行业中，这些问题的答案是不一样的。高盛公司的优势是聘用了最好的律师。公司的规模足够大，能够吸引最好的人才。

如果市场预测的概率是93%，而公司预测的概率是97%，这4%的差异就能产生利润。如此小的差异不能解释套利交易的诱因。1997年高盛风险套利部门在两个月内赚取了7500万美元，先是浮盈4亿美元，然后出现巨额亏损，最后从亏损中解脱出来，赢利5000万美元。套利部门达成了一致意见：坚定持有，锁定利润！

第三种套利模式——并购套利——自60年代大企业收购潮时开始凸显其重要性。并购套利在50年代规模较小，因为当时并购交易很少，绝大部分都是非恶意收购，主要的不确定性在于司法部的反垄断部门或者联储存款保险公司会如何反应。格斯·利维

在华尔街形成了一个关系网，当并购产生可观利润时，他们会进行交易。这个关系网内经常交换观点与信息，特别是在纽约的国家世纪俱乐部进行周末聚会时。他们依赖于朋友间的闲聊或者小道消息，这在今天被称为内幕信息。当时，利用这类信息并没有什么不对。如今对于内幕信息的界定，随着市场、商业实践的变化以及风险套利数量、复杂性与节奏的变化而发生了变化。

杰伊·特南鲍姆是一名成功的销售员，他将证券出售给纽约的犹太难民，很快成为高盛公司仅次于杰里·麦克纳马拉（曾经在天主教社区工作的天主教人）的第二大“能人”。特南鲍姆在套利部门的兼职显示出他超人的天分，在与公司高层谈话时，总是能够引导他们滔滔不绝，从而让他们提供更多更有用的信息。

随着大宗交易与公司融资业务的快速发展，以及业务量的增长，利维需要人帮忙。要应付这种情况并不容易，他非常赏识特南鲍姆，打算重用他。

“杰伊，你看到早报提到的并购公告了吗？”

“看到了。”

“嗯，那你打算做些什么？”

特南鲍姆很快接管了交易室，大宗交易是其中很重要的一个部门。其他重要的部门还有套利部、场外交易部、零售经纪业务部，以及可转债部门等。利维将套利视为打造常规业务的机会。他致力于打造新的组织架构，将套利发展为公司非常重要的业务。高盛公司有着不可超越的优势。投资研究技巧的增强，意味着特南鲍姆能够迅速得到关于企业战略的最新的和经验丰富的人的见解。公司销售部门与所有投资机构的组合经理们保持沟通，能够迅速地发现各个机构正在做或者打算做的并购项目。在交易方面，公司与所有机构密切沟通，能比其他竞争对手拿到更多的订单。最后，公司打造了一个广泛的公司关系网——竞争者、客

户、供应商、前任高层管理人员——并且在公司管理上的名声越来越大。因此，如果X公司或者Y公司打算收购A公司，特南鲍姆会与知识渊博的专家进行多方面的沟通，提升公司在交易上的专业水准，并研究交易的各种可能性。如果分开计算，套利是高盛公司最大和最重要的业务，是公司源源不断的业务来源，这是当公司处在巨头并购、机构投资者及套利者的十字路口上时，利维为公司选择的道路。

60年代和70年代股票市场的主要参与者——业绩驱动的机构投资者——规模大、反应迅速，并且比以往任何投资者的交易量都大。但是最大的变化是在收购领域，特别是垄断巨头——这类公司业务涉及多个行业，其战略是低价收购其他公司，重构及拆分部分业务，对另外业务进行再融资，导致每股赢利越来越高。赢利增长的同时，垄断巨头的股票市盈率能够维持在足够高的位置，使公司有能力收购其他公司。大公司之间竞争非常激烈，会抢夺其他公司的收购标的。为四处寻觅收购目标，利腾公司（Litton），泰莱达因公司（Teledyne），斯图贝克–威士顿公司（Studebaker-Worthington），林–特姆科–沃特公司（LTV），海湾与西方工业公司（Gulf & Western），国家铝业公司（NL Industries），美国美中财经投资公司（CPC International），联合商标公司（United Brands），诺顿–西蒙公司（Norton Simon）等公司都聘用了聪明、有创造力的律师，雇用了“创新的”会计师，聘用公共关系人员，任用最具有技巧和最咄咄逼人的投资银行家。在收购活动达到顶峰时，每个星期都有会发生几起收购案，报纸上充斥着收购条款不断变动的信息。

收购活动在反垄断法的监管之下，而且当时政府反垄断条例比现在严格得多，特南鲍姆聘用了一群经验丰富的律师，特别是那些以前在反垄断部或者联储贸易委员会工作过的职员，研究规避法律的可能性，在法律上寻求突破口。司法部、美国联邦贸易委员会（FTC），美国联邦存款保险公司（FDIC）对于反垄断法的解释各不相同，并且每个法院适用的法律条款也不尽相同。事实中的细微差异或者能够解释事实细微差异的能力，就可能创造数百万美元价值。特南鲍姆解释了其中的一个原因：“反垄断部门有权力下令将一宗交易暂停一年——但是没有任何的交易能

够等待一年。但是美国联邦贸易委员会却没有这一权力，因此政府究竟将各个并购案分配到哪个部门对我们来说非常重要。”

特南鲍姆开发了一种收益率高达20％、只受资本金限制的业务，其他中等规模、受自身资本金限制的公司也能够从事套利业务。合伙人虽然不完全了解是怎么回事，但是他们开始佩服特南鲍姆的赚钱能力。“我告诉杰伊说，我不能理解他的思维方式，”弗雷德·韦因茨回忆说，“但我知道他非常聪明，如果我还在这家公司工作的话，我会请他到我的部门工作。他的想法与众不同。我告诉客户，‘我不知道他在说什么，但是他肯定行——你应该按他说的做。’”

鼓励别人畅所欲言，对于套利交易至关重要，每个竞争者都在寻找可以增值的信息，评估正在进行的、被搁置的、或者被暂时停止的交易获得成功的可能性。一个套利者这样说：“我阅读了你们的公告，来确认一下我的理解是否正确。”然后，当谈话开始后，他可能针对交易的时间或者特定条款进行提问，获取交易信息。并购交易成功的关键是发现重大信息，一旦你掌握了最全面的信息，那就可以将这些信息贯通起来，开始研究可行性方案。

特南鲍姆会慎重地向机构投资者推荐高盛公司，并担任其所有套利交易的代理，赚取更多的佣金——就像是欧文管理公司，由康明斯（Cummmins）公司主席欧文·米勒创建，掌管了欧文家族的所有财富。特南鲍姆创建的关系网囊括了20多家机构，套利交易量一般为几十万股。每股佣金为40美分，这些机构投资者贡献了大量佣金，由此巩固了特南鲍姆的资本金，提高了公司在竞争收购中胜出的概率——这也增加了其作为套利者的利润。

在套利部门的员工鲍勃·伦兹纳（Bob Lenzner）60年代末离开高盛后，特南鲍姆需要一名助手，这时著名的投资经理马蒂·惠特曼打电话给他：“杰伊，我知道你在寻找一名助手。亚历克斯·鲁宾是我生意上的伙伴，他儿子打算从佳利律师事务所（Cleary Gottlieb）离职，拉扎德公司的费利克斯·罗哈廷已经对他进行了几轮面试。你应该见见这个孩子。”

在午餐时，特南鲍姆问罗伯特·鲁宾："你对待你的职业生涯是否足够认真？如果是，你应该加入高盛。费利克斯·罗哈廷是一个大人物——这意味着你只能给他拎包，而我不算什么大人物。今年我们的生意好得出奇，已经突破了400宗交易，如果你来的话，能够很快接手自己的交易——并且能够与格斯·利维一起工作。"鲁宾加入了高盛公司的风险套利部门，他清楚地认识到，在这里他能够管理自己的交易。注

并购金额与复杂性并不是影响并购套利的唯一因素。好与不好的标准随着法律、监管及法官的判定等因素而不断发生变化。变化一直在朝着要求更多披露、保证对所有投资者公平的方向发展。并且，触犯法律被抓的概率发生了很大变化，因为电子数据能够监测到投资者于何时何地购买或卖出了多少股票。虽然公开发行、零售经纪业务与政府债券交易的条款更加清晰透明，但是风险套利的条款仍然不够清楚。

鲍勃·鲁宾非常擅长六七十年代发展起来的套利交易，但交易规模、交易数量与做市商数量、发行条款的复杂性、潜在的收购者试图战胜其他竞争对手所采取的方式等都在加剧。鲁宾非常聪明、思维清晰，他最大的强项是能在高压下保持绝对冷静。压力不断加剧——其他人非常紧张、愤怒、开始犯错误——鲁宾却能保持冷静与理性。在与市场走势相背的压力下，他看起来更加全神贯注，逻辑推理也更加清晰。"当市场背离他的头寸方向时，鲁宾是全世界最冷酷的人，"鲍勃·斯蒂尔回忆说，"当其他人感到万分惊恐时，鲁宾能够从中发现构建新秩序的机会，知道该从何处采取行动。"他经常处于不安全的状态下，但是他从来没有表现出不安全感，从来没有表现出任何恐惧，只是冷静地分析，深思熟虑后付诸行动。

鲁宾给高盛公司带来了随机过程分析、复杂的数量化分析以及数学模型，将风险套利开发为公司核心自营业务中赢利最多的业务。这个业务相继由鲍勃·弗里曼、弗兰克·布罗森斯、汤姆·施泰尔、埃里克·明迪克、埃迪·兰伯特、丹尼·奥赫、蒂娜卡·辛格及其后人接手，公司的实力进一步增强，业务扩展到期权，也衍生出很多其他类别的业务，地点也从美国推向伦敦及世界各地。

鲁宾不是数量分析师，从来没有学习过高等数学，但是他有着与生俱来的天分。他喜欢解决疑难问题，管理期权、可转换证券、风险等新兴事务。在早期参与芝加哥期权交易所的所有人中，鲁宾是高盛公司中级别最高的一个。

20世纪70年代后期至80年代，并购交易呈现出爆发性增长态势，鲁宾认识到独立、理性分析及在此基础上采取决定性措施的战略意义，因此他聘请了几个同样冷静、能够独立思考的重要人物。套利交易成为众所周知的最聪明的天才工作的领域，并发展成为公司内最具有创造性、最赢利的部门。注“风险套利者采用的信息并不是硬信息，”特南鲍姆称，“而是软信息——根据概率的变化不断调整预测。”基德尔·皮博迪的马蒂·西格尔构建了庞大的关系网进行信息交换，鲍勃·弗里曼参与了其中部分信息的交换——我们很快就会发现，信息交换是具有灾难性的行为。

套利者被认为是华尔街最出色的人才，而真正让他们与众不同的是他们非常有威严。杰出的人才在普通的组织架构中一起努力工作。事实胜于一切。你可以从一切能够得到的事实出发，进行推理或者论证，只有这个时候，你才能形成一个观点。观点总是最后产生的。事实、分析和逻辑从而推出观点。分析或形成观点的过程与自我无关。如果你是团队的一员——年龄与经验不说明任何问题。

1982年，当斯坦福大学法律系教授威廉·巴克斯特同意担任里根政府反垄断部门负责人时，他提出了一个重要的条件：反垄断部门的法律要基于市场情况而定，而不是基于以往的法律。这个变化使参与并购交易的竞争者迅速增加，大大降低了交易被反垄断部门否决的概率。这也导致了公司并购活动，特别是恶意收购的爆发性增长。收购数量的增加不仅导致证券发行越来越复杂，而且当目标公司可能被收购时，会有更多大型公司参与该公司的竞价。

多方面压力激增，鲁宾的冷静与理性变得越来越重要。并购及恶意收购的数量迅速增加，规模不断扩大，收购公司之间竞争加剧，风险套利者迎来了前所未有的机会和挑战。公司的资本金

与风险暴露——收益与损失的风险都大大增加。由于现金、股票、可转换优先股、可转债或者附有期权的债券的使用，完成的交易不仅数额更大，并且过程更加复杂。每种证券都需要进行复杂的信贷分析，以决定在未来环境不断发生变化的情况下如何定价。一旦复杂性增加，套利者与机构投资者的偏好与估值，以及他们在代理问题上的认识，都变得日益重要。机构投资者不仅持有绝大部分头寸及相应投票权，而且一旦他们相信ABC公司的收购能成功，就会增加砝码。因此机构投资者的决策会同时影响到市场对证券的估值，以及股东对竞价收购的投票结果。因此垄断巨头在设计收购条款时，需要取悦于机构投资者以及主要的套利者。约翰·梅纳德·凯恩斯解释说，就像猜测谁会在选美比赛中胜出一样，聪明人不会选择他认为最漂亮的那个，而是选其他人眼中最漂亮的那个。

鲍勃·鲁宾希望找到最赚钱的交易员，将其培养为领袖人物。他与弗兰克·布罗森斯为年轻的新人认识到自己的错误或者有新的观点而感到高兴。从培育员工的角度来说，鼓励或者要求公开辩论与让他们下单交易同样有效，而且从长期看，会鼓励创造性，并能更有效地降低损失——特别是不可预见的灾难性损失。

1987年10月的股灾中，高盛风险套利部门承受了巨额损失，吞噬了全年的利润[注]。鲁宾停下来很平静地问每一个人：“今天好吗？”所有的回答都是一样的：“糟糕透了！我们亏了很多钱！”收盘之后，套利部门出现亏损，减持了一半仓位，并且在观望接下来会发生什么。

鲁宾微笑着说：“在今天的会议中，管理委员会对我们这个团队充满信心，相信我们的决定。因此，如果你们想加仓的话，那就去做吧。”

鲁宾的意思是，公司依然相信巨额亏损的员工能够做出对公司有益的事情。如鲁宾所传递的，管理委员会的充分授权对部门来说意义非凡。

“在那以后，”弗兰克·布罗森斯说，“我们看到机会时就毫不犹豫地抓住它。我们非常大胆，而其他公司的员工依然在担心交易对他们个人以及他们的职业生涯会产生什么样的影响——每时每刻都在担心。由于我们的果断行动，1988年公司的赢利突破了历史纪录！”

20世纪80年代，日经指数经历了长达数年的攀升，其价格增长的动能已经不能用赢利基本面来解释。高盛公司和一些交易商，以及几家大型对冲基金都认为日本市场被严重高估。高盛通过做多标准普尔500指数，同时做空日经指数进行对冲，其假设是不合理的估值差异早晚都会减少。全球最大的两个市场不可能差异如此之大。

但是，市场并不总是理性的，高盛公司和交易商以及几家大型对冲基金并没有赚到“注定的”利润，它们在1987年美国股票市场崩溃时都遭遇了惨重的损失。日经指数比标准普尔500指数跌幅小，其后迅速上涨——脱离了经济衰退的基本面。鲁宾拥有商业直觉，不停地在寻求获利机会，他最喜欢问的问题是：为什么？鲁宾进一步提出问题：假设日经指数在26000点被高估了，这意味着指数不会再上涨了吗？还是会继续上涨？有可能推测出会上涨到什么水平吗？因此，即便日经指数看起来已经被严重高估，这也不意味着它会像非常理性的西方人所想的那样不会进一步被高估。

在跨文化的背景下，对这种可能性下大赌注是非常不理性的。但是如果你使用看跌期权——而不是直接卖空日经指数——你就能将损失控制在一定范围内，这将大大改变风险收益均衡关系。鲍勃·格拉诺夫斯基的任务是在公司股权市场运作基础上研究新的衍生证券，开发所需的看跌期权产品。

日本保险公司当时为了获得稍高的收益率而购买了长达20年期的票据，到期时本金受日元贬值的影响可能会损失掉一部分；为了避免这种情况，公司发行了日元的欧式看跌期权——以发行

日的日经平均指数为标的物。（欧式看跌期权只能在到期日行权，而美式看跌期权可以随时行权，期权有效期通常为1年到10年不等。美式看跌期权中，如果标的证券价格在到期之前下跌，交易员就可以通过购买股票锁定看跌期权的利润，然后持有到期。）1988~1989年间，高盛公司拥有多达3亿美元的日经指数看跌期权。当日本市场下跌时——从36000点下跌至12000点——高盛公司的头寸赢利增长迅猛。

套利团队决定将期权产品上市，出售给美国的零售客户。由于高盛还不是上市公司，因此，要在股票市场上发行期权，需要其他高信誉度的机构鼎力相助，为其发行提供担保。丹麦王国提供了担保，高盛发行了以美元计价的看跌期权。

公司提倡创新的战略推动了默克（Merck）公司在20世纪70年代和80年代源源不断推出一系列新药品，高盛公司也开始意识到在风险套利与其他交易部门需要大力鼓励创新。弗兰克·布罗森斯认为，如果个人或者团队发现与众不同的新事物或者事物运行的新方式，可能促使他们研究出赢利的可行性方案。如果变化是意义深远的，那么利润也会非常可观。一旦比别人更早地发现变化，抓住机会，这种“普通”业务会演变为“独特的”产品，带来巨额的回报。在20世纪90年代，公司的资本金主要用于两种类型的套利业务——风险套利和固定收益产品套利。后来外汇交易部门开始涉足套利交易。如今，公司每一个部门都有套利业务。

“鲍勃·格拉诺夫斯基作出了非常重要的贡献，”布罗森斯回忆道，“他个子不高，留着一头浓密的卷发，络腮胡子，鼻音很重，他非常具有创造力。他能够看透新产品的本质，并且能为推出新产品而不畏艰难。但是，他不善于向别人推销自己的观点，因此团队合作并不够顺畅。”具有敏感商业头脑的套利部门的员工，能够赚取超额利润，很明显都天分超人。套利部门每年平均利润额为10亿美元。

最优秀的套利者不会表现出丝毫的骄傲，而是能够瞄准关键因

素，提出正确的问题，并剖析问题，搜集并整理信息，得出正确答案。交易的真正参与者是谁？他们是否会划清界限？这些实用主义者研究解决方案时能否进行灵活的差异化定价，并且规避之前遇到的障碍？如何看待可能出现的错误？每一次交易都是独一无二的。你忽略了什么风险？如果ABC公司打算恶意收购，另外一家公司进行竞购的概率有多大？

在竞争的风暴旋涡中，产生了一种新型组织结构——杠杆收购基金组织，为了实施杠杆收购、再融资、重构而成立的新组织。它们从大型投资机构，特别是公共养老基金筹集到数十亿美元。著名的收购公司科尔伯格–克拉维斯的高级合伙人都来自于贝尔斯登公司，深谙华尔街的规则。该公司创造了巨额的个人财富，知道如何从华尔街得到最好的和最有用的帮助——如何从最好的公司吸引最优秀的人才。这很容易办到。华尔街的每个人都知道科尔伯格–克拉维斯公司是一个能带来可观收益的客户，因此当亨利·克拉维斯打电话给公司部门负责人时说，“你们部门的杰克·史密斯为科尔伯格–克拉维斯提供了非常棒的服务，我们希望继续与他保持亲密的合作”，这简直可以说是一个命令，史密斯所在的公司会得到非常丰厚的回报。并且，史密斯立刻就会知道克拉维斯刚刚给他的老板打过电话，他的职业发展前途无量，因此史密斯会加倍努力地服务于科尔伯格–克拉维斯。他的同事琼斯也一样，渴望成功，希望有机会为科尔伯格–克拉维斯提供优秀服务，这样就会得到老板的赏识，其他人也一样。结果，科尔伯格–克拉维斯公司总是能够享受到最优秀的服务，接到的电话永远都是最新的信息。

富有创造性的赚钱点子总是能够得以应用。比如，当公司的管理层与投资银行秘密地探讨管理层收购事宜，但是由于很难获得融资而决定放弃时，利用杠杆收购就能轻易地进行管理层收购。投资银行容易发动有兴趣的垄断巨头或者科尔伯格–克拉维斯等杠杆收购公司加入，收取大量费用，并从被收购公司获得大量的业务机会。华尔街每家公司都在寻求为科尔伯格–克拉维斯、凯雷（Carlyle）、克度瑞公司（Clayton Dubilier），以及其他私募股权基金服务的机会。华尔街每家公司都非常想认识收购公司，确保与其保持紧密联系——比其他套利者更加亲密与频

繁，以具有更强的信息优势。

熟知法律对每个套利者同样重要：打法律的擦边球，通过比市场其他参与者更快学习法律来获取竞争优势。独到的信息以及估值能够确保数额高达千万美元的交易获得成功，这也是超越市场的唯一优势。套利者内幕信息的界定有两个问题。第一，从来就没有过清晰的界定。第二，这个界定永远在发生变化。就像史蒂夫·弗里德曼说的那样：“游戏的界限不断地向内延伸，你没有挪动，但是你突然发现自己已经越界了。”

变化的不仅仅是规则。速度、规模都在发生变化，来自各行各业，拥有不同价值观的人不断加入套利行业。有一个叫做伊万·伯斯肯的套利家专注于并购套利业务。他显得如此与众不同。

当时的一名经验丰富的套利交易员说：“1984年，鲍勃·鲁宾告诉我们‘不要同伯斯肯讲话。那个人是很大的麻烦’。要是鲍勃·弗里曼没有打过那通电话该是什么样子。”

……

所有的市场中，复杂问题接踵而至。虽然美国市场的套利业务数量的增加和规模的扩大使利润率有所降低，但美国以外的套利业务却在以前所未有的速度增长着。埃里克·明迪克说：“套利业务出现在欧洲、亚洲、拉丁美洲等新兴市场，市场中也不断推出新产品：衍生产品、复杂债券、外汇等。机会层出不穷，套利资产规模迅猛扩大。”

---

1. 罗伯特·鲁宾在佛罗里达州的迈阿密长大，先后就读于哈佛大学、伦敦经济学院及耶鲁法学院，在佳利律师事务所工作两年后加入高盛。

2. 20世纪70年代，随着股指下跌，通胀升至最高水平，承销额萎缩，华尔街的赢利水平骤降——绝大部分公司都削减了套利业

务，但是高盛更加活跃了。高盛基本没有真正的竞争对手，几乎控制了整个市场，包揽了所有赢利机会。

3. 公司的竞争对手斯密斯巴尼（Smith Barney）为了避免在利润表中出现亏损，当天解雇了套利业务的所有员工。会计准则允许在报表中以脚注的方式将该亏损列为“非经常性损益”。

27 指控

1987年2月12日上午10点30分，下着小雪，美国海军特别助理托马斯·杜南和两名携带武器的邮政检查员到高盛29层的交易室找到公司掉期交易的主管，并要求他去有玻璃墙的办公室。他们拉下帘子告知鲍勃·弗里曼："你被捕了。"原因是涉嫌内幕交易。他们翻箱倒柜找弗里曼的文件并没收了他的名片盒。联邦官员用绳子将交易区隔离出来并开始搬运文件。当时在场的合伙人杰夫·布瓦西回忆道："每个人都惊呆了。"

弗里曼给高盛的律师劳伦斯·佩多维茨打了个电话告诉他此事。佩多维茨觉得难以置信，"鲍勃，我马上要去休假了，去犹他州滑雪。你是在和我开玩笑对不对？"

"不，拉里，我很严肃。联邦检察长办公室的托马斯·杜南在这里。他要逮捕我。"

"让我和汤姆说两句。"佩多维茨和杜南在美国检察长办公室共事时曾经是朋友。

"汤姆，鲍勃绝对是个好人，你可别给他戴手铐。"

弗里曼被带进了电梯，尽管有佩多维茨的请求，他还是被戴上了手铐。他被带到了门外等着的汽车上而杜南则留在他的办公室继续搜查。弗里曼被收押在位于弗利广场的联邦法院。

高盛的安全事务主管吉姆·弗利克驱车赶到并给戴着手铐的弗里曼披上了雨衣，而当时电视主持人、摄影师和新闻记者们正蜂拥而至。当被问及自己的社会保险号码时，弗里曼才意识到自己有多么沮丧：他记不起来了。他的护照也被没收了，还被提取了指纹和拍照。在交纳了25万美元的保释押金后，他被释放。当被问及为什么要使用手铐时，美国邮政检查局的高级调查员约翰

·斯拉温斯基看起来有些吃惊，他说这是标准程序而且经常用于逮捕暴力罪犯的场合：“在实施逮捕的时候我们也要保护我们员工的安全啊。”

在距离高盛总部一个半街区的地方，基德尔–皮博迪公司的理查德·威格顿也有同样的遭遇。被朋友们称呼为威基（Wiggie）的威格顿也不太相信发生在自己身上的一切，他还以为只是个玩笑。他从未听说过邮政检查员，所以他让这些联邦雇员们赶紧消失，但他们却突然给他戴上了手铐。他的同事蒂姆·泰伯也被逮捕了——由于当时已经很晚了，他只能在里面待了一夜才交保获释。

在做完立案记录后，弗里曼回到高盛并径直走进管理委员会的办公室，鲍勃·鲁宾、史蒂夫·弗里德曼和佩多维茨都在那里等着他。他叫道：“都在撒谎，都在撒谎。我根本没有做错事。”然后，他看着他的上司鲁宾，鲁宾说道：“这都是假的，鲍勃，全是假的。”

当汉克·保尔森给在东京的高盛合伙人吉姆·戈特打电话时，吉姆还在睡觉。保尔森告诉吉姆马上去成田机场迎接从纽约飞过来还在倒时差的约翰·温伯格，等约翰·温伯格一下飞机就告诉他合伙人鲍勃·弗里曼涉嫌内幕交易被捕。20年之后，戈特说道：“我对那通电话记忆犹新，就像当年西德尼·温伯格往芝加哥俱乐部打电话，告诉我我被升为合伙人的一幕一样清晰。

4月9日，48岁的弗里曼因联邦检察官指控其共谋违反证券法而被正式定罪。

在弗里曼公开被捕之后，高盛立即聘请外部律师进行内部核查。检察所有的交易记录，而弗里曼则与律师们进行了整整8个小时的谈话以核查他在过去两年中的交易行为——特别关注他与基德尔–皮博迪公司的马蒂·西格尔之间的交易和电话来往。

如此戏剧化的逮捕和立案正是美国联邦检察长办公室颇具政治野心的纽约检察官鲁道夫·朱利亚尼的惯用做法。作为检察官，朱利亚尼在里根在任时还只是默默无闻的负责法律秩序的司法部副部长。他在1983年成为纽约南区法院的联邦检察官。他决意要在任期内让他的业绩更加突出，同时吸引更多媒体的关注。他似乎从来都不在意他的公司可能会失去守规矩、勤勉，以及调查质量一流的好名声。很快，朱利亚尼就突破了他前任关于尽量避免受到公众关注的政策，积极地寻求媒体的报道并掌握了适时将信息透露给其喜爱的记者以获得最大关注度和影响力的技巧——发表能够吸引心存怀疑的人并扰乱他们思维的文章。朱利亚尼的办公室也使用其他能够吸引疑虑重重的人士的手段，比如匿名电话或匿名信。

除了改变联邦检察官办公室的基本政策和程序之外，朱利亚尼还策略性地将其雇员和其他资源都集中在打击有组织犯罪和毒品犯罪上——这两种罪行是最明显的——他们采取高调的逮捕行动并伴有媒体的深度报道。一名检察官行使广大公众的权力，他们可以有重要甚至是占主导地位的私人目的，尤其当这个私人目的是要赢取在重要公共机构的领导权时更是如此。

检察官们也讨价还价。大部分的检举都不会到达审判那一步，他们都选择了在庭外和解。由于资源有限，检察官们都知道通过和解所达到的效果比进行昂贵的诉讼所能达到的效果要好得多。朱利亚尼将他的“协商”建立在冲突、惊讶以及恐吓之上，因为他坚信人们都会屈服，而且他们所受的惊吓越大，就越容易屈服。

导致弗里曼被捕的一系列事件实际上经过了两年多的发展。1985年，比阿特丽斯公司（Beatrice Companies）的高管们对投资者缺乏对其食品和消费产品的兴趣以及由此导致比阿特丽斯公司的普通股表现差强人意非常不满，他们决定要“做点事情”。他们与高盛进行了一场关于进行杠杆式管理层收购的试探性对

话。在他们的讨论当中，比阿特丽斯的股票被列入高盛的“黑名单”——高盛严格限制交易的股票名单。由于这些试探性谈话没有任何进展，比阿特丽斯公司被从黑名单中剔出。

后来，在1985年10月16日，科尔伯格–克拉维斯雇用基德尔–皮博迪公司的马蒂·西格尔作为投资银行家，出价近50亿美元——当时最大的杠杆收购出价——比阿特丽斯项目突然又复活了。10月20日，比阿特丽斯公司的董事会与科尔伯格–克拉维斯会面并以出价太低为理由拒绝了科尔伯格–克拉维斯。

10月29日，科尔伯格–克拉维斯将出价从每股45美元提高至47美元。就像正常的掉期交易者会做的那样，弗里曼很快大量建仓，因为他在研究完局势后非常清楚自己能够找到特别的策略进行交易。

他开始逐渐买进比阿特丽斯的股票——用他自己的账户（总共买进150万美元的股票）、家庭信托以及高盛的掉期账户。他还用高盛的账户很快买入1360100股股份和4074份3月的认购权。

10月31日，有媒体报道科尔伯格–克拉维斯不会再次提价，而且还有谣传说科尔伯格–克拉维斯可能会撤回要约。弗里曼给科尔伯格–克拉维斯的亨利·克拉维斯打了个电话但被告知：“一切正常。我们不会退出。”弗里曼很快用他的个人账户以每股41.60美元的价格又买入10万股。

11月12日，科尔伯格–克拉维斯将其要约价提高至50美元——43美元现金加7美元的股票——比阿特丽斯公司的董事会于11月15日接受了该要约。12月1日，科尔伯格–克拉维斯宣布其已经进行了融资安排，市场价格开始走稳。不过，科尔伯格–克拉维斯私底下在1月份已经确认出价太高而不太可能筹集到如此巨额的款项。弗里曼仍然在买入比阿特丽斯的股票：高盛账户上持有140万股股票和价值6600万美元的认购权，他自己的账户上持有2500股股票和认购权。这些持仓数额巨大。高盛所持比阿特丽斯的仓位已经超过高盛自身对“友好”收购的5000万美元的持仓量限制，而弗里曼个人账户上的比阿特丽斯持仓则将其家庭财

产的40%置于风险之中。

为了维持其个人账户的仓位，弗里曼又于1月7日购入他刚刚售出的22500股股票。[注]交易量很大：比阿特丽斯是当天纽约股票交易所第二活跃的股票。尽管交易量很大，但其价格却在下跌。由于比阿特丽斯的股价在市场上持续下跌，弗里曼开始打电话找人询问情况。前一天才通过高盛进行大宗交易出售30万股比阿特丽斯股票的第一证券公司（First Security Corporation）受人尊敬的迪克·奈给出了他的解释：没有确切的消息，没有特定的理由，只是有一点儿紧张和谨慎。交易就快完成了，由于市价和交易价之间的利差非常小，所以持仓直至交易结束的回报并不被看好。

弗里曼给亨利·克拉维斯打了电话，但是亨利没有给出解释，不过他的语调让弗里曼充满疑虑："他的言语非常突兀而且一直想尽快挂断电话。"

1月8日，弗里曼决定清掉个人账户中比阿特丽斯的仓位并将公司账户中比阿特丽斯的仓位降至5000万美元的限制之内。然后他联系了纽约证券交易所的交易员伯纳德·拉斯克（绰号"兔子"）。拉斯克社交广泛并且非常热衷于参与风险掉期交易。他的观点是：这次交易可能出问题了。最后，弗里曼将焦点放在马蒂·西格尔身上——他是基德尔–皮博迪并购部的明星。弗里曼和西格尔虽然只见过一次面，但他们几乎每周都通电话并且已经习惯了互相联络以获取有用的信息和对方的深刻见解。西格尔确实非同一般：拥有影星般英俊的容貌和迷人的魅力。他几乎可以向任何人推销一切东西。他在哈佛商学院时是班上最年轻的学生之一，曾在触身式橄榄球的比赛中有过几次不必要的作弊行为，不过他仍然是最优秀的毕业生之一。[注]

弗里曼后来回忆道："我告诉西格尔先生有关比阿特丽斯的杠杆收购有点问题。他问我是从哪里听来的，我回答道：'兔子拉斯克。'马蒂·西格尔说道：'你的兔子嗅觉很敏锐嘛。'"

弗里曼认为那是对未知困难非常奇怪的不置可否的态度。也

许交易的截止日延后了。在接下来的半个小时里，他和从事掉期业务的同事们一直在交换对这条信息的解读，希望能够找到西格尔隐晦语言背后的真实含义。不过他们得出的结论并不正确。科学家把这种情况称为错误肯定。

由于知道科尔伯格–克拉维斯正在打造自己在并购方面无往不利的名声，弗里曼和他的同事们坚信科尔伯格–克拉维斯肯定将交易截止日延后了。毕竟这是一宗金额巨大的杠杆收购，科尔伯格–克拉维斯可能需要花更多的时间从银行获得巨额贷款。

弗里曼感觉到，如果他对拉斯克的表示理解正确的话，延期会将预期的赢利平摊到更长的时间段里面，而每天能获得的收益会更少。他的结论是现在每天的收益太少，因此决定卖出他为高盛所购买的认购权，并且保证他先前的卖出指令继续有效。注

1点45分，科尔伯格–克拉维斯宣布其出价有变化——但不是关于时间安排方面的变化，而是结构——变成40美元的现金和10美元的股票。这是弗里曼和其他人始料未及的。比阿特丽斯的普通股股价突然大跌4美元至44.25美元。即使他的结论是错误的，由于当天上午的交易，弗里曼也为自己减少了93000美元的损失，同时也为高盛减少了约548000美元的损失。具有讽刺意味的是，即使弗里曼和他的同事能够正确地理解拉斯克的话，他们还是可能会做错。当他们听说交易结构有变化时，他们预测股价会下跌25~40美分——肯定不会有每股下跌4美元那么多——这不值得出售比阿特丽斯的股票和认购权。

政府可能认为在听到西格尔关于“兔子”的评论后，弗里曼就应当知道在法律上他已经成了内幕人员——即使他自己严重地误读了信息并开始减仓。注

对于内幕信息一般的验证方式是看获得信息的投资者是否很清楚其所获信息会对市场价格造成何种影响，是否因此而获得其相对于同一公司的其他投资者不公平和不正当的优势地位。如果弗里曼和他的同事们需要花半个小时才能够不正确地确定西格尔的信息可能包含的含义，这样的信息还能算得上非法内幕交易行

为所定义的信息吗？如果弗里曼和他的同事们对信息的解读是错误的，或者即便他们对于价格的估计是正确的却没有采取任何行动，他们是否仍然犯了内幕交易罪？如果西格尔根本不记得兔子的评论，这又有什么意义吗？

高盛肯定要为弗里曼辩护。他是一名合伙人，是公司大家庭的员工，而且为高盛的其他合伙人赚过大钱。为弗里曼进行辩护当然还有其他方面的重要原因，如果弗里曼被定罪，高盛的声誉会大大受损，而声誉在华尔街至关重要（后来长期资本管理公司和贝尔斯登的倒闭就是因为大家对这两家公司的信心崩溃）。另外，民事诉讼所判决的罚金和赔偿金数额巨大。如果有巨额未决诉讼，那么正在进行中的高盛的IPO几乎不可能成功。证券业务经营执照可能会被暂停或取消。新业务和客户关系——特别是国际性客户关系会面临很大的困境并遭到极大的打击。

由于每个人都有可能接到传票上堂就他所说和所听到的作证，所以最好能够控制与弗里曼进行联系的人。温伯格、弗里德曼、鲁宾和佩多维茨制定出严格的防御战略，每周都向管理委员会汇报，但是他们将所有讨论限制在极少数人中，并确保与弗里曼进行直接沟通的人数最少。

对于特定场合，特别是在涉及伦理判断的情况下，对于时代背景的理解非常重要。随着收购、兼并、剥离和融资业务在60年代、70年代和80年代的蓬勃发展，掉期交易的世界被极大地改变并变得极不稳定。不断有新人进入业务；业务的赢利性得到极大的改变；行动的速度加快；出现了大量个人轻易赚大钱的机会；旧有的规制遭到扭曲甚至抛弃。另一个重要的变化就是独立掉期交易人员的加入。多年后，一名竞争者回忆道：“掉期业务中的每个人坚守眼见为实、耳听为虚的信条。一切变化都来得很快：坚不可摧的公司被收购或解体，业务性质完全不同的公司被组合在一起或拼凑在一起，每个零售经纪人都在谈论他听到的可能发生的事情，同时那些敏感的人们也相信各种各样的传闻。各种声音不绝于耳，你必须理解这个大背景才能理解各种特殊的情

形。”

在70年代末和80年代，公司融资战略和资本市场上的显著变化结合在一起促进了并购业务的火暴发展。对于当时在股票市场已经占主导地位的机构投资者来说，优异的业绩为他们拉来了不少客户，因此他们需要更加拼命地竞争以获得更加优异的业绩。许多机构持有上市公司的大量股份并且准备出售套利，而那些以并购、重组和出售小型公司为主要业务的大型企业随时准备以高出20%~30%的价钱收购这些股份，而且他们的收购行动有成本极低的贷款资金支持。

作为最好的掉期交易员，弗里曼必须四处寻找能够探测到业务机会的信息。就如一名合伙人回忆的：“如果鲍勃·弗里曼给我打电话问我的一个机构客户对某项交易的看法，我知道‘我的’鱼线只是鲍勃放出去的二三十条鱼线之一而已——所有的鱼线都非常小心地工作着。”

随着越来越多的公司介入并购业务——经常是出于与其他大型企业竞争的目的并伴随着由普通股、优先股、可转债、债券和现金组合而成的复杂交易——并购竞价的数量创造了新型证券业务的大杂烩，而市场还无法立即对它们进行正确的估价。这就给了掉期交易人员非常大的获利空间，所以掉期交易人员的数量不断增加，业务规模也发展得非常迅速。掉期交易员成为市场和改变公司融资与机构投资的重要力量；他们将已经分离的两个集团连接在一起成为一个复杂、互动、独立的经济体，在这个领域里，有陌生的参与者，但几乎不存在可以依赖的制度和行为准则，同时还包含着大量血腥的竞争——这一切都伴随着超越以往的极快的速度和极多的数量。几家欢喜几家愁。交易商们从默默无闻到臭名昭著，而新的参与者则很快被看成罪魁祸首。就像在此类变革性事件中常见的一样，刚性的价格压倒了类似于规矩、质量和信任这样的柔性价值。

交易利差和利润变得越来越大，以至于混淆了区分能做和不能做的界线，这些界线随着法律、规定、判例的变化而改变了对内幕信息定义的边界。伊万·伯斯肯在华尔街的名声来源于他能

够非常接近这些边界甚至能跨越它们。他当时的那些跨越边境的行为可能会构成严重的犯罪行为。在伯斯肯出事之前，鲁宾和弗里曼就同意高盛可以为伯斯肯执行订单，但是不与他进行掉期交易业务。

“每个人都这么干”——这句话常常跟在“这次有点儿不一样”之后，作为远离现实的说辞——这句话涵盖的范围很广，以至于那些聪明而动力十足的人们为寻求最大的竞争优势而一次又一次地试探法律。已经建立好的行为规则难以为继。知道每样东西的价格而不知道其价值这就是自私自利，而华尔街则成了自私自利者的聚居区。迈克尔·米尔肯和伊万·伯斯肯就是两个自私自利甚至罪恶特性的代表。他们也是最后导致罗伯特·弗里曼深陷泥沼丑闻的关键人物。

1985年5月25日，一封来自委内瑞拉首都加拉加斯一位妇女的信寄到了美林最大合规部门的副总裁理查德·德鲁的办公室。这封信控诉了美林在加拉加斯的两名交易员的内幕交易行为。一份内部调查报告显示这两人一直在模仿一个第三方交易员的交易行为，该交易员与两人于1982年在美林的培训班里相识，但是后来转去了斯密斯美邦（Smith Barney）任职。加拉加斯的两名交易员向这名第三方交易员按其所获利润的百分比支付好处费，而该交易员则模仿其最大的交易客户——列岛国际银行（Bank Leu International）巴哈马支行的交易进行交易。由于美林禁止分享利润，因此两名加拉加斯交易员被停职。

但是美邦的监管和合规控制并没有那么严格，第三方交易员仅仅被告知这桩交易已经被报告，而此事也就不了了之了。就像瑞士银行根据瑞士的法律必须恪守保密义务一样，列岛银行坚持对于其客户的交易必须完全保密。列岛银行肯定不采取任何行动，如果德鲁不采取另外的行动，这个故事也就到此为止了。

美林对于合规制度非常严肃，所以德鲁将信息汇报给了加里·林奇，他当时35岁，已经当上了美国证券交易委员会执行部的

总监。林奇对于导致并购前股价剧烈上升的泛滥的内幕交易行为非常担忧。之前大部分的内幕交易违法行为都仅仅涉及一只股票，而这次明显不同。林奇对这次交易中涉及的股票只数印象深刻——28只，他决定彻查此事。

这些交易肯定涉及非法利用内幕信息。但是如果要获取最原始的资料，美国证券交易委员会的工作人员需要破除列岛银行关于保密的坚冰。美邦的交易员与列岛银行一个名为“钻石先生”的账户来往密切。美国证券交易委员会的员工通过艰苦的调查和持续数月的一系列谈话才了解到“钻石先生”就是丹尼斯·莱文。

丹尼斯·莱文利欲熏心。他希望获得成功的所有外在表现形式，但是他既没有天赋也没有为获得成功而努力的动力。不过，另一方面他具有足够的低层次的魅力，能够迎合他人，特别是那些对他不甚注意的人，同时还具有利用他人的能力，包括他的妻子和与他关系密切的同事。莱文非常聪明，能够识别那些容易上当受骗的年轻的专业人士，诱骗他们加入他的网络。而且他还非常狡猾地建立并操控了一个运营系统长达12年之久，要是他网络中的所有人都遵守他的明确指示，那么他的骗局可能仍然无法被人揭穿。不过大家都是人，所以还是出事了。“无人知晓”的网络和莱文被揭露了。与莱文的指示相反，这群盗贼并无名誉可言。大多数的交易都只通过美邦的一名交易员来执行。该交易员看到“钻石先生”所选股票总是上涨，为了与他人分享利润，他将这些信息又告诉了他在美林培训班上的来自加拉加斯的同学。

一开始，当他听说美国证券交易委员会的质询时，莱文无动于衷。他指示他在列岛银行的客户经理向美国证券交易委员会回信解释说他所做的投资都是根据可公开的投资研究而得出的——这些研究莱文马上就可以提供。被吓坏了的列岛银行职员同意了这个计划。老奸巨猾的莱文还建议银行保留当时正在私人领域工作的美国证券交易委员会前法律总顾问哈维·皮特的服务信息，以便找到其中与美国证券交易委员会规定相冲突的行为。列岛银行的职员自以为隐秘地去纽约会见皮特。

不过已经接到美国证券交易委员会通知的美国海关记录了他

在美国入境时留下的在美逗留的地址——沃尔多夫·阿斯托里亚酒店(Waldorf Astoria Hotel)。当美国证券交易委员会的职员突然出现在他的酒店房间并且向他递送传票要求其提供个人交易记录和列岛银行的交易记录时，他被吓坏了。他给哈维·皮特打电话问该怎么办。皮特接手过来，告诉美国证券交易委员会列岛银行会提供数10个账户的交易记录。

皮特随后飞赴巴哈马到列岛银行收集证据，但是没有成功。得知此事后，皮特几乎都要放弃；不过他同意在列岛银行停止"钻石先生"账户所有交易的前提下继续工作。皮特督促银行提供莱文当时仍然处于保密状态的身份证明文件以换取该银行及其职员的豁免——当然，在美国证券交易委员会同意的前提下。皮特联系了美国证券交易委员会的林奇并告诉他说情况与先前认定的事实有出入。如果不是列岛银行的职员而是华尔街的一名"匿名交易者"发起的这些交易，美国证券交易委员会是否能接受用此人的身份信息换取银行及其职员的豁免？如果这样，银行方面将向瑞士银行监管部门获取透露该匿名交易者姓名的许可权。当然，司法部和鲁迪·朱利亚尼也必须同意这样的安排，这样民事和刑事诉讼才能合并。在讨论和商量之后，美国证券交易委员会同意了这次安排。接下来就是获得美国联邦检察长办公室的许可。

在朱利亚尼的办公室里，查尔斯·卡伯里是违规组新来的员工，而且对于内幕交易的案子不感兴趣；他觉得这些神神秘秘的案子应该留给美国证券交易委员会去干。不过卡伯里也认为列岛银行的问题是系统性的而且非同寻常，可能会威胁到整个证券市场。在听取皮特和美国证券交易委员会律师的建议之后，他同意给予列岛银行豁免以尽快将关注力转向匿名交易者。

为了消除巴哈马保密法的影响，美国证券交易委员会和司法部派出的代表团与巴哈马的法律总顾问联系，提出了证券交易实际上不属于"银行"业务并获得了对方的认可。1986年5月19日，星期五，皮特向美国证券交易委员会的加里·林奇汇报这个匿名交易者就是丹尼斯·莱文。对莱文的逮捕令马上就得到了签发。

十多年以来，莱文雇用了不少顶级律所和投资银行的年轻职员为其提供情报。通过利用这些人泄露的信息，他成功地将他的秘密账户的财产累积到了1060万美元。这还不算完，他还建立了对于并购市场具有独特判断力的名声。在短短的9年之内，莱文的年收入翻了数百倍，从19000美元到超过200万美元。莱文培养他的秘密网络的方法之一就是选择并引诱那些容易受到外界诱惑的年轻人；还有就是使用秘密的账户和编码进行交易，营造了神秘和冒险的气氛，这与这些年轻人日常的烦闷生活大不一样；再有就是向他们保证他们可以像他一样成为百万富翁而不被他人识破。随着对这些诱惑越来越深入，莱文开始向他们展示他的战利品：豪宅、奢侈的房车（宝马和法拉利）以及他急速增长的银行存款金额。对于这些涉世未深还在努力奋斗的年轻人来说，这一切都是那么具有诱惑力——而且还很安全。

这一切在1986年5月20日晚上的7点30分都被改变了，莱文被正式关押在大都会悔过中心，和他同一个牢房的还有两名毒贩子。第二天，他交纳了500万美元被取保候审，同时聘请阿瑟·利曼作为他的辩护律师。他仍然幻想有机会逃脱制裁，不过他错了。

利曼与朱利亚尼的下属卡伯里达成了辩诉交易，将对莱文的指控减少到4宗重罪，包括两项逃税罪名。莱文面临最长20年的监禁，但是他必须指控其4名共犯——更重要的是——提供能够指控更多的进行内幕交易的掉期交易者。在讯问过程中，卡伯里同意莱文指认伊万·伯斯肯。由于莱文密切配合调查工作，他的刑事处罚为两年监禁和362000美元罚金，另加上美国证券交易委员会的1160万美元罚金。

伊万·伯斯肯可不是善类。办公室里，他是个对他人非常苛求的人，通过在电话里大量地进行买卖，他把从岳母那里借来的70万美元变成了巨大的财富。他编造了自己的教育经历，特别通过经常进出纽约的哈佛俱乐部而使别人误认为他也在哈佛读过书。（实际上他通过向哈佛公共健康学院大量捐款成为董事局的顾问，而在捐款之前他可能已经知道他可以通过捐款成为俱乐部的会员。）他确实进过法学院，不过是鲜有人知的底特律法学

院。他1964年入学，5年后毕业，但是没有哪个律所想要他。拥有贝弗利山酒店和其他物业的富有的底特律开发商的女儿苏珊·西尔伯斯坦嫁给了他。两口子移居到纽约。伯斯肯在1975年创立伊万·伯斯肯公司之前曾经在好几家公司从事过掉期交易。为了获得大众的认可，伯斯肯出版了关于掉期交易的专著——《并购狂热》（Merger Mania），当时还被《财富》杂志作为专题报道；他曾任哥伦比亚大学和纽约大学的助理教授；同时还被福布斯认定为美国最富有的人之一。

1986年5月，伯斯肯被加州大学伯克利分校选中进行开学致辞。他乘坐私人飞机参加了致辞前的庆祝活动，然后在发言后立即离去。他的发言大部分非常沉闷，不过他发表的以下言论还是获得了掌声："贪婪没有什么错。我觉得自己贪婪得很健康。在贪婪的时候自我感觉良好。"

1986年6月10日，在高盛一份致员工的不同寻常的内幕文件中，约翰·温伯格说道："我们通常不回应报纸的文章，但是今天早上刊登在《华尔街日报》上的文章肯定是个例外。你们应该都知道我们对于有高盛人员因内幕交易或其他事件被政府部门调查一无所知。没有美国证券交易委员会和联邦检察长办公室的人就此事和我们联系过。根据我们的询问，我们没有发现任何与他们调查相关的事实。"

高盛的员工开始感到疑惑。在高盛，也是无风不起浪。不到一个月，7月3日，公司按揭支持证券部的一名31岁的律师和副总裁戴维·布朗通过其律师向高盛递交了辞呈。他收取了3万美元，将正在进行中的并购交易的消息卖给了他的校友——希尔森，雷曼兄弟的前雇员艾拉·索科洛夫，该人又将这条消息连同其他14宗并购案的消息以总价9万美元的价格卖给了莱文，莱文因此赚了180万美元。

高盛对"此事的发展表示震惊和沮丧"，这使得该公司成为继德崇证券、拉扎德投资银行和希尔森雷曼兄弟公司之后卷入大额内幕交易的又一华尔街大行。预计索科洛夫和布朗每人可能面临25万美元罚金和5年监禁的处罚，两人皆就其有罪的判决提起上

诉。布朗最后支付了145790美元，但是保住了他在第49街的家、65000美元的现金和1万美元的个人退休计划款项。他被判入狱30天、300小时的社区服务以及3年察看期。新闻报纸中也提及“一名掉期交易业务的资深人士也正在被调查当中”。

1986年8月底，美国证券交易委员会要求法庭查看伯斯肯的交易记录，而伯斯肯聘请了哈维·皮特担任其律师。皮特请求与加里·林奇进行辩诉交易，他说光检举伯斯肯并不能达到政府的最终目的，后面还有更重要的机会。皮特建议做以下交易：不对伯斯肯提出刑事指控，但是要求其支付大额罚金，不得再从事证券行业，并充分与当局合作，像举行传奇的皮科拉听证会（Pecora Hearings）一样揭示一系列的复杂行为和关系——皮科拉听证会导致了1933年和1934年《证券法》的出台和美国证券交易委员会的建立。

由于在获得朱利亚尼的首肯之前无法达成协议，皮特在劳动节后的周二向卡伯里提出了相同的问题。卡伯里将问题上报给朱利亚尼，朱利亚尼当时正在处理一件可能会由他亲自检控的重要政治腐败案，因此只给了卡伯里5分钟的时间报告。卡伯里解释到，如果不安排辩诉交易，他们需要花两年时间进行调查和审判伯斯肯，而控诉结果还不确定，但是如果能够获得伯斯肯的配合，他们很可能会获得“很有意思”的结果。朱利亚尼和卡伯里很快就达成了共识，但是要求起码包括一项重罪和巨额罚款。卡伯里提出前所未有的1亿美元的罚金，部分是因为数目巨大能够让人留下深刻印象，还有部分原因是因为这个数目接近美国证券交易委员会每年的预算金额。

就在协商快要接近尾声时，皮特拒绝透露相关人士的姓名。接着政府很不满地结束了协商，最后皮特还是透露：德崇的迈克尔·米尔肯、当时已经开始在德崇工作的马蒂·西格尔和杰弗里斯公司（Jefferies & Company）的博伊德·杰弗里斯。9月10日，美国证券交易委员会批准了辩诉交易的安排，一周之后，伯斯肯签署了相关文件，成为美国政府的雇员。他花了好几周的时间来陈述事实，保密性对于获取定罪证据来说至关重要。他带着窃听器到洛杉矶与米尔肯会面，但是无法成功地与米尔肯展开谈话，

获取能够定罪的相关信息。伯斯肯向调查人员表明他依附于米尔肯并说他怀疑华尔街还有其他人正在从事内幕交易。

11月14日星期五下午4点半，联邦检察官鲁道夫·朱利亚尼在纽约与华盛顿的美国证券交易委员会主席同时召开新闻发布会公布这10年的调查成果。伯斯肯的非法利润估计达到3亿美元。媒体和电视对此事的报道连篇累牍——但是并非总是成功的。很多人抱怨伯斯肯受的惩罚过轻。当获知政府在进行公告前同意给予伯斯肯两周的时间在不影响市场的前提下减仓以筹资偿还巨额罚款时，掉期交易员们发怒了：对他们来说，伯斯肯的巨额减仓就是最大的内幕交易。

1986年11月，西格尔接到一通关于“那封信”的神秘电话。一开始，他很困惑，后来才意识到他已经有两周没有回过他在康涅狄格州的家。他驱车回去并找到了那封神秘的信，里面说写信人“知道真相”并且向他索要金钱。西格尔联系了一名律师并且很快了解到联邦检察长办公室对于西格尔和伯斯肯的所作所为非常清楚。西格尔崩溃了，他说他有罪，想改过。那一天他向妻子坦白并联系了联邦检察长办公室证券违法组的领导特德·雷科夫。他也听说了伯斯肯的减罪安排。西格尔告诉雷科夫他希望能够为自己辩解并改过自新。

美国证券交易委员会坚持要进行大额的财务和解，很明显是迫于之前给予伯斯肯“过于仁慈的处理”而引起的媒体压力。西格尔决定举家搬迁到佛罗里达州，因为当地法律禁止债权人剥夺债务人的住房。他在蓬特韦–德拉（Ponte Vedra）购买了价值350万美元的豪宅，还在第一侨民保险公司（First Colony Insurance Company）全款购买了价值200万美元的人寿保险，这样他可以每年支取免税的18万美元的生活费。雷科夫和美国联邦检察长办公室同意将4项重罪控诉减至两项，以换取西格尔指控大型交易商的掉期业务主管。

弗里曼是个明显的例子。他经常和西格尔通话。弗里曼对于

时间安排一向很慷慨——他可以长时间地与公司内部的投行人员，甚至是公司外部的人员讨论掉期交易员应当如何评估交易的结构和条款。在并购烽烟四起的年代，了解掉期交易员如何对各种证券组合进行评估对于残酷的并购战来说具有决定意义。作为拥有10亿美元资本的华尔街大投行的掉期交易主管，弗里曼的见解和建议受到了大家的高度重视。其他的掉期交易员都保持自己与西格尔的距离，也都不回复他的电话。与如此热衷于而且希望通过现在提供“有价值信息”以图今后交换“有用价值”信息的人共事让他们感到不安。

西格尔很容易就对弗里曼作出了指认，但他实际上并不认识弗里曼。两人仅仅匆匆见过一面。他们每周三四次的电话内容都是关于交易和市场的。通话很友好，但不属于私人对话。西格尔总是有很多眼线和熟人，但是他从来没有拥有过真正的友谊和别人对他的忠诚。他所有的关注都放在了如何赚更多钱上。他当时尚未准备好失去他一直期望拥有的一切。他需要检控的人必须是从事掉期交易的，这样就交易内幕信息进行交换就变得可行和可信了。在华尔街大投行任掉期交易部主管的弗里曼显然就是大池塘里面的大鱼。任何人都不能与其相提并论。是选择鲍勃·弗里曼入狱，还是自己？很容易作出判断，宁愿让他进去，自己也不能进去。

进行调查的《华尔街日报》的记者们预测弗里曼和西格尔之间有共谋，相互提供能够产生大量利润的内幕消息——比阿特丽斯只是冰山一角。或者有些或很多的“关系”都是西格尔留下来以便日后用来进行辩诉交易的安排？一名高盛的退休合伙人后来回忆道：“在身陷其中的我们看起来，詹姆斯·斯图尔特为《华尔街日报》写的一系列深明就里的文章，其报道的方式正是西格尔所希望的，他就是西格尔的喉舌。”从朱利亚尼那里泄露出来的消息或者就是为了给弗里曼施压，或者是为其打压内幕交易的战役造声势，或者是为了给为其今后的政治生涯建立公众认知度。

作为工作团队的一员，高盛的投行专家们期望弗里曼能告诉他们掉期交易员对于控制目标公司的竞争中出现的多种可能性和条款会有什么样的反应。弗里曼是否跨越了合法和非法之间的界

限？“在现在的社会，仅有聪明已经不够了，是与非的界定随着法律规定的变化而变化，在掉期交易业务中更是如此。鲍勃·弗里曼非常理性和客观，具备在并购掉期业务中获得成功所需要的随机应变的判断力。我几乎每天都和鲍勃讨论。在高盛担任投行的项目中，在我向公司CEO提出的建议还未成形之前，鲍勃问我对该项目的看法时，我所说的一切都只是假设，但是确实能够帮助他在其他特定事实的环境下了解人们的看法。”一名合伙人解释道。

高盛请来外部律师进行内部审计，但是公司的记录仅仅能够显示成千笔交易的单边信息——都交易了什么，但是不包括为什么交易——而掉期交易员们确实一般都在灰色地带进行交易。在公司和弗里曼的律师与政府机构律师的会面中，高盛的律师一直将焦点放在高盛长期守法的名声上。按照佩多维茨的解释，对于西格尔的每条指控他们都能给出具有极高可信度的解释。

1987年2月，纽约证券交易所要求其会员加强内部控制并应按季度汇报其雇员个人交易的合法性。高盛和其他公司立即开始限制其员工的个人交易，禁止了股票和期权的短期交易，并且要求员工的持股必须超过30日。鲁宾和弗里德曼聘请律师和审计师专门评估每个部门的行动以确保没有任何不当的行为。

政府赦免了高盛的掉期交易员弗兰克·布罗森斯的罪行，但是当在大陪审团前被问及是否还记得其他事情的时候，他提供的证词并未引起太大的波澜。布罗森斯重复了“兔子”的故事。这确实波澜不惊，因为双方熟知该故事已经过去两年多了。不过政府律师的焦点仍然是以下主张：当已经确认是内幕人士的西格尔确认了拉斯克的预测时，弗里曼应该指示其公司的交易员停止出售比阿特丽斯，因为从他获得了西格尔的确认之后，他也成了内幕人士。

在一份致员工的内部文件中，管理委员会解释说：“我们的律师告诉我们关于此类检控的诉讼程序非常严密，尽管鲍勃从事实和法律上有一些依据可以请求免罪，但是那些事实不同寻常而且在之前的证券业务案例中并无此类先例。”如果持续进行诉

讼，他可能因刑事责任而入狱数年。而且由于巨额的民事赔偿往往尾随刑事判决而来，还可能导致家庭财产面临危机，尽管难以预计，但是危险性确实很高。就像弗里曼后来说道的："80年代的气氛完全被毒化了。根本没有同情心可言。"

如果弗里曼坚持继续进行诉讼而陪审团又认定他有罪的话，那会将公司置于民事诉讼的危险境地。既然掉期交易属于非常复杂的业务，那么对于弗里曼的指控和辩护同样也会极其复杂。问题的复杂性大大超出了正在进行谈判的政府律师和当前从事私人行业执业的前政府律师的想象。朱利亚尼年轻和相对欠缺经验的律师们正在处理界定不清的法律问题。他们的人手不够，疲于奔命。他们有上千份文件需要阅读，他们也知道任何公司掉期交易业务的重要部门都被刻意不予记录，而有一些文件确实是为了表明当时做出投资决定时是经过了慎重研究的，并以此来吸引调查员的注意力而刻意准备的，而交易本身很可能却是根据某些优先于他人获取的信息而作出的。

从扣留到起诉弗里曼历时两个月。公司的律师轻蔑地说："政府部门好像在执行逮捕之后才开始进行调查的。"1987年5月12日，政府要求将审判日期推后两个月，并同时承认需要更长的时间来准备该案。法院驳回了该请求，所以政府改变了申请原因，表示并非因为信息不够，而是因为有50箱文件和60名证人的笔录需要整理，同时坚称已经到了揭开1984~1985年大型内幕交易丑闻内幕的边缘了——只需要再多给一点点时间。法官仍然拒绝了政府部门的请求。5月13日，朱利亚尼的律师要求撤销该案并且承诺会根据弗里曼和西格尔之间18个月的共谋行为寻求新的指控。

朱利亚尼提到"冰山一角"。所罗门兄弟公司负责掉期交易业务的合伙人迪克·罗森塔尔给弗里曼打来电话表示愿意做专家证人："我可以向陪审团解释，他们会理解的。"不过非常具有讽刺意味的是，一个月之后，也就是在审讯前不久，罗森塔尔自驾飞机失事死亡。问题的复杂性还源于朱利亚尼能够熟练运用媒体特别是《华盛顿日报》记者们强大的挖掘能力给弗里曼和高盛施加巨大的压力。詹姆斯·斯图尔特和丹尼尔·赫茨伯格都是获得过普

利策奖的记者，他们一直冲在报道的前沿，并且号称有弗里曼与西格尔之间违法行为的“具体目录”。

该案件在程序方面的改变确实给高盛带来了益处。约翰·温伯格回忆道：“有一个主意在半夜出现在我脑海里，谁能更好地代表高盛与联邦检察官进行私下的会谈？谁比我更合适？”

当卡尔·伊坎威胁要并购大型钢铁（Big Steel）公司时，美国钢铁的董事会主席戴维·罗德里克就做了类似的事情。罗德里克邀请伊坎每个月与他进行几个小时高规格的谈话。在谈话过程中，罗德里克接连数小时提出各种问题，直到有一天伊坎打来电话建议他们减少会面的次数，不再每个月见一次，而改为每两三个月见一次，而且越来越少。

“我问瓦拉赫–立顿（Wachtell Lipton）公司的佩多维茨对于此事的看法，”温伯格回忆道，“他并不太乐观，因为他看到了风险，但是他也觉得这个主意很有趣。所以我单独去地区检察长办公室见鲁迪·朱利亚尼——在要求他邀请所有部门负责人也到场的情况下。这真是个失败之举！他们来了8个人——都来自布鲁克林。所以我向他们解释我们公司的历史就是一个家族企业，我还向他们介绍了我父亲和我们经历过的所有苦难以及这间公司对于我们的意义，这间公司对我们来说意义重大，我们非常在意恪守规矩，不做错事，也不做那些未经批准的业务。在就公司及其历史和价值谈论一个半钟头之后，我开始冒险了，‘如果你们能够在纸上写出让我相信鲍勃确实做了错事的文章，我肯定亲自把他杀了——而且我还会把他的尸骨埋在没人能找到的地方。’”

为了安抚温伯格，朱利亚尼很快插话道：“没事的，温伯格先生，没事的。”然后朱利亚尼离开了会议，而美国政府的律师们开始将他们的关注点从检控转向了和解安排。

对于真实交易的详细审查使得针对弗里曼的“案件”被淡化了。很明显，这是出于马蒂·西格尔的谋划，而且还要归功于他的演

说技巧，他的想法能够被詹姆斯·斯图尔特和朱利亚尼所接受，这两人对鲍勃·弗里曼的态度开始变得不公正。斯图尔特是一位伟大的作家，任何读了他于1991年写的《贼巢》（Den of Thieves）一书的人肯定都能发现他对事件的描写令人信服。斯图尔特的写作必须依靠他的口述人对于涉及事件的名字、日期、数字以及其他信息的记忆能力，他在很大程度上将西格尔作为他的资料来源。而且，很明显西格尔也要向联邦检察长办公室讲述同样的故事，因此，这又“客观地”为西格尔向斯图尔特讲述的故事提供了真实性的保障。

针对弗里曼最重要和最令人不安的论断是其曾经和西格尔有过长达18个月内幕交易的共谋。西格尔讲述的故事在检察官没有就交易记录进行调查或者进行电话联络取证前就成为政府案例的核心内容。在了解政府的主张之前，先弄清一些背景内容是很有帮助的。在他的时代，西格尔是最大胆地违法使用内幕信息的人，他用公文箱带着成千上万的现金并使用密码与伊万·伯斯肯进行交易，伊万·伯斯肯将为其罪行支付上亿美元的罚金。除了在历史上被人认为是具有巨大魅力的骗子之外，西格尔在基德尔–皮博迪和德崇还从来没有被人真正认识过。注由于可能会面临长期入狱的处罚，西格尔配合非常积极，看起来特别像希望密切配合政府工作的证人。

由于他有记忆姓名和日期的过人能力，他的魅力、精力和对于他人处境的冷漠，西格尔处于良好但并非完美的状态，编造和操纵着令人信服的事实。他最主要的问题是无法获取交易的核心信息。

在离开了基德尔–皮博迪之后，他开始攻击他的原雇主和高盛，所以这两家公司无论如何都不会站在他这边。不过，西格尔的手上有非常重要的优势资源。多年以来，他一直是《华尔街日报》的斯图尔特和丹尼尔·赫茨伯格的重要观点和信息的来源，并且与一系列内幕交易文章的作者斯图尔特保持着特别亲密的关系。而斯图尔特又是《贼巢》的作者。该书讲述的故事中包含了大量令人信服的细节，但是有一个重大问题：在关于弗里曼的部分，斯图尔特很明显主要依赖于来自西格尔和朱利亚尼办公室的

消息，而实际上都是来源于西格尔的信息。对于交易信息的仔细审查可以找到问题所在：西格尔的故事就是一连串的谎言。“共谋”应当是由几部分组成，每一部分都以不同的公司并购交易为基础。第一个和最开始的共谋涉及了迪士尼公司。恶意并购商索尔·斯坦伯格（Saul Steinberg）在该公司建仓，并有谣言传说他将发出并购要约。按照西格尔的说法，弗里曼在1984年6月时告诉他，他喜欢这只股票。在管理秘密的掉期交易账户的同时，西格尔还带领着并购团队——这样的组合在其他任何公司都是不允许存在的——他声称他当时给自己在基德尔–皮博迪的同事们打了电话，让他们买进迪士尼的股票。随着谣言四起，传言说迪士尼可能会向斯坦伯格支付“绿信”的费用（以大量购买公司股份来控制公司的威胁，目的是将股份以高价卖回给该公司），西格尔说他向弗里曼讨教而后者向他保证这不可能发生。但是，迪士尼的确支付了绿信费用，而且其股价下跌导致基德尔–皮博迪遭受重大损失，也导致西格尔对弗里曼非常气恼。当他给弗里曼打电话时，弗里曼说他自己在公告前已经卖掉了自己所持有的股份。这件事让西格尔勃然大怒，弗里曼也深觉难堪，于是开始向西格尔提供有关其他交易的内幕消息以表歉意。

不过，对于西格尔所说的“共谋”而言，弗里曼和高盛在1984年6月均未持有迪士尼的股份。因此，交易记录能够显示弗里曼和高盛实际上并未指望斯坦伯格会获胜。6月6日，为了打击斯坦伯格，迪士尼决定收购一家名为吉布森礼品的公司。而这正是这两家华尔街公司做法的分水岭：基德尔–皮博迪积极地买入迪士尼公司的股票而高盛则购买了吉布森礼品公司的股票。

基德尔–皮博迪期望斯坦伯格占上风而高盛则希望他落败。既然弗里曼没有任何理由将迪士尼的股票归入“买进类”，他也就没有任何理由向西格尔推荐——所以对于弗里曼来说就没有任何进行“共谋”的动机。

在另外一章中的“共谋”涉及大陆集团——高盛的一个客户。该公司在1984年6月被詹姆斯·戈德史密斯（James Goldsmith）爵士以每股50美元的价格提出收购。根据西格尔的回忆，他在迪士尼公告其已经向斯坦伯格支付“绿信”款项的几天后给弗里曼打

了电话，具体的时间应该是6月15日。西格尔声称弗里曼在电话里告诉他："他们无论如何会出售公司（大陆）。"随后西格尔告诉威格顿和泰伯购买大陆公司的股票。不过截至6月15日，基德尔–皮博迪为拥有大陆公司两万股股份而寻找白衣骑士(注)的行动已经展开一周多了——而其中的一个候选人正是西格尔的一个大客户。对于像西格尔这样的并购专家而言，如果仍然不知道大陆公司正在走向被并购的道路实在是难以令人相信。在斯图尔特的书中，有一段对话非常具有戏剧性。一开始是指出弗里曼说道："没关系，他们肯定要卖掉公司的。"接着书中写道："西格尔非常吃惊。作为代表大陆公司进行交易的投行的合伙人，对他来说，这听起来像是内幕信息。他挂上电话后出神地盯着春末的康涅狄格的海岸线。他知道在他和弗里曼刚才的谈话之中，他俩跨越了那条未言明的界线……"既然西格尔知道他的主要客户之一刚刚与大陆公司签署了保密协议，他应该不会为这一信息感到惊讶才对。更重要的是，大陆公司的股票已经被高盛的投行部列入灰名单而不会被进行交易，所有的内幕信息也不会被透露给掉期交易部门的弗里曼。

1984年6月25日，在纽约证券交易所闭市之前，基德尔 - 皮博迪已经持有大陆公司的299400股股份（而不是斯图尔德的书中描写的250万股），而该公司随后又增持了70600股股份。对于大型公司的掉期交易部门来说，这样匆忙的增持行为并不能表明其知道了内幕信息。而更重要的是，弗里曼直到6月25日才介入此事。在斯图尔特的书中，西格尔宣称弗里曼向他保证说西岸公司（West Coast）的财务官戴维·默多克的出价会超过高盛，不过由于该出价于6月29日才被提出，因此未被计入交易。而6月29日正好是基德尔 - 皮博迪公司最后一次买入大陆公司股票的第二天。

在西格尔的眼中和斯图尔特的书中，对于废品管理有限公司的并购交易是共谋行为很好的例证，但详细的交易记录却无法为共谋的说法提供支持。西格尔声称由于高盛"大量"持仓，弗里曼非常担心可能会涉及反垄断问题所以坚持要西格尔提供内幕信息。西格尔非常不情愿地说，反垄断只是要获得更高出价的手段并且鼓励弗里曼增持股份。相比之下，交易记录显示高盛从未持

有“大量”仓位，仅仅用208000美元购买了1万股股份——还不到公司关于5000万股交易限制的5‰——而且这些股份都是在媒体报道有4家公司有意竞价购买废品管理有限公司之后买入的。最后，根本不存在反垄断的问题，在废物管理行业有成千家公司，所有上市公司加起来也仅占整个市场的极小份额而已。

1984年8月，争夺废品管理有限公司的战斗进入白热化阶段，高盛在8月9日、10日和13日分别增持股份——在废品管理有限公司于8月3日表示为保证“股东价值最大化”将考虑所有的可能性之后。废品管理有限公司宣布出价每股28.50美元，高盛又购买了123500股股份。具体的细节是非常有意义的。在斯图尔特的书中有非常关键的对话描述——弗里曼因此被认定为通过利用西格尔的内幕信息很快地赚到钱——该对话据称发生在8月13日公告前，斯图尔德写道：“就在高盛购买了另外的57000股股份后，该公司的股票价格被送到上涨的快车道。”但是交易记录显示书中所称的谈话和公告期间高盛并未购买任何股份。有趣的是，伯斯肯倒是买了不少废品管理有限公司的股份。在公告前15分钟，他用每股23.50美元的低价购买了395000股，该价格比起高盛在公告后的买入价低了4美元。注

接下来就是圣·瑞吉斯（St. Regis）公司。斯图尔特的书中写道，基于从弗里曼处获得的内幕信息及其朋友戴维·默多克对公司进行威胁的情报，基德尔－皮博迪公司开始买进这家纸业公司的股票。而实际上这个默多克应该是鲁珀特·默多克，而非戴维·默多克。实际上弗里曼从未见过戴维·默多克也未曾和他通过电话，名字上的张冠李戴再明显不过了（更有意思的是，在斯图尔特于1988年2月12日在《华尔街日报》发表的文章中，他又把默多克弄对了）。当时，圣·瑞吉斯公司被列入高盛的交易灰名单，而且由投行部的合伙人进行监控以确定其没有进行不当交易。斯图尔特错误地指出该名单的控制权掌握在“职位很低的合规部职员手上……而该人不敢挑战有权有势的合伙人，比如弗里曼”。在书中，他说弗里曼仍是进行了交易。但是，根据高盛严格的内控制度，这绝不可能发生（圣·瑞吉斯公司不在灰名单上时，弗里曼确实在其个人账户和公司账户上交易过该股票——但这完全符合公司规定）。1985年上半年有谣传说斯托尔通讯公

司（Storer Communications）可能成为被并购的对象。3月19日，康尼斯顿（Coniston Partners）递交的美国证券交易委员会13D报告中显示，其拥有超过5%的斯托尔公司股份并宣布其准备实行以清算公司为目的的管理权控制计划。由于相信康尼斯顿会以每股90~100美元的价格将公司清盘，弗里曼购买了斯托尔公司的股份。当高盛买入的时候，基德尔 - 皮博迪卖出了斯托尔公司的股份。西格尔立即开始代表佛罗里达电力及照明公司（Florida Power & Light）作为白骑士实施其拯救斯托尔的计划，而基德尔 - 皮博迪由于西格尔还从其客户——也是最终收购人科尔伯格–克拉维斯处获得了内幕信息而进行了大量的斯托尔股票的掉期交易。

在斯图尔德的书中，西格尔宣称他于4月15日向弗里曼要求获得能够向科尔伯格–克拉维斯透露斯托尔公司信息的准许。但是这实际上已经是在西格尔代表科尔伯格–克拉维斯与斯托尔公司的代表人迪利恩·里德会面两周后的事情了（当然，在并购业务中，投资银行家们并不会因为要与客户交流而互相寻求对方的同意）。斯图尔特的书中还写到西格尔于1985年4月20日到21日告诉弗里曼秘密信息导致他于4月17日疯狂购入股票。如果这是真的，那弗里曼应该在获得内幕消息几天前就买入股票。更有趣的是，在4月22日的那一周，弗里曼和高盛买入的股票和期权正好与基德尔 - 皮博迪出售的股票和期权相对应。基德尔 - 皮博迪在周一的时候持有价值超过2500万美元的斯托尔股票，但是于当日和次日全部清仓。这样180度的大转变很难让人相信其中还有共谋和“爆料”。如果在法律和道义上都是合理的话，西格尔作为科尔伯格–克拉维斯的投资专家抛售股份并因此获利的行为是正确的，他有科尔伯格–克拉维斯战略的内幕信息，而弗里曼在交易中则会面临亏损。

尤尼科（Unocal）公司的事件由1985年4月8日开始，T–布恩–小皮肯斯（T. Boone Pickens）公司提出以每股54美元的价格收购该公司50.1%的股份，而如果该收购成功的话，则以高收益债券的方式以每股54美元的价格收购剩余股份。尤尼科股票当时的交易价格一下子从每股低于35美元跳升至接近每股50美元。为了抵御皮肯斯，尤尼科于4月16日宣布以每股72美元的价

格或以8700万美元的价格收购其50%的股份。政府针对弗里曼的指控中说弗里曼于4月告知了西格尔尤尼科将会回购其股份的消息，同时还透露了尤尼科将回购股份的数量。根据该指控，西格尔利用这些消息设计了非常聪明的战略计划：购买能够支持基德尔–皮博迪仓位的卖出期权，而这样的机会在回购过程中上是可能获得的，而且这些期权还能够以低于支付价格的水平进行交易。

实际上，从4月16日尤尼科宣布其回购计划起到4月24日，基德尔 - 皮博迪的操作正好相反。如果西格尔获得了关于尤尼科的相关信息，其正确的操作方法应该是在4月23日前买入尤尼科的期权。实际上，基德尔 - 皮博迪售出了尤尼科的期权并买入15万股股票——这是其最大的一笔建仓——很明显是因为其相信皮肯斯会成功。

具有讽刺意味的是，斯图尔特写道："尤尼科事件显示出在金融交易中，隐晦的细节是多么重要。"但是在130多页之后，他又将政府文件中记录的杜南同事的证词对整个事件的重要性最小化，该证词指出尤尼科的信息是在4月而非5月透露出来的错误。这件事被斯图尔特看做对信誉的损害，而高盛的高管们则认为这一个月的出入皆出于"百分比的信息不准确"，而从4月到5月的时间位移实际上已经将所有"内幕"信息可能带来的问题全部消除。因为到了5月，尤尼科的防御计划已经全部公之于众，而基德尔 - 皮博迪的所有交易行为都发生在4月16日的公告之后。

不仅是弗里曼在其公告前不知道关于百分比的消息，而且该消息在基德尔 - 皮博迪进行交易之前就已经被公开。关于这些百分比的消息在4月20日开市前就已经公告，而梅萨石油公司（Mesa Petroleum）和尤尼科公司之间的安排则于当日晚些时候公开。在接下来的两天里，基德尔–皮博迪售出了46000股尤尼科的股份。

比阿特丽斯的交易可能是西格尔的陈述中唯一无法被直接驳斥的交易。不过很奇怪的是西格尔从未提起过兔子的交易。如果有共谋存在的话，间接指出来根本没有意义。对并购银行家来

说，维护客户利益而确认交易的各个细节是非常标准的做法，科尔伯格–克拉维斯肯定希望比阿特丽斯的股价下跌。

在1987年2月22日《面对国家》（Face the Nation）的节目中，朱利亚尼说道："除非我们有明显证据，否则我们不会对这个案子提起诉讼……我的意思是说我从来都不知道哪个案子只依靠一个证人就期望能够获胜的，所以大家可以放心，我们的证人不止一位。"而5天以前的《华尔街日报》则刊登了斯图尔特和赫茨伯格的文章称："据说西格尔先生不是指控弗里曼先生的主要证人。"

3年半之后，联邦检察长办公室告知法庭，西格尔确实是唯一的证人。如果重新检视整个局势，我们可以这样描述："一开始就没有经过慎重的考虑，辩方律师对这个案子的细节进行研究之后很快就发现了问题。这是在陌生人之间发生的共谋：泰伯不认识弗里曼，而弗里曼又不认识威格顿。更过分的是，检察官并没有调取交易记录并进行核查，而是主观地相信西格尔的证词是真实的并直接进行了逮捕。而最后在核对相关文件时又发觉这些文件根本说明不了问题。"西格尔是天生的大话王，他当时与刚刚揭露了黑手党和毒品犯罪的检察官交谈，一旦这位检察官相信了共谋的故事，他就会非常配合地与证人一起编造与伯斯肯、米尔肯和莱文的故事相类似的案件，同时还会将这样的检控案件作为其政治生涯的成功开端。

弗里曼和他的律师必须证明高盛的交易并非基于内幕信息，并非违法，也并非基于西格尔的违法信息，而是通过最不令人感兴趣而且常常是最复杂的方法——对公开信息进行详尽分析而得出的。

弗里曼确实与马蒂·西格尔走得太近。如果其他的掉期交易员能够看清楚西格尔是什么样的人，为什么弗里曼做不到？公平地说，为什么西格尔在基德尔 - 皮博迪和德崇的同事们也无法看清楚？——他们不是离他更近吗？西格尔总能轻易地获得他人的信任。

与伯斯肯和西格尔这些经常有意违反法律条文和法律精神的

人相比，对鲍勃·弗里曼最坏的评论也就是他在和西格尔的通话中打探关于比阿特丽斯的消息的行为靠近法律规定的边缘，就像那些被西格尔愚弄多年的人一样，不幸的是他在当时疑云笼罩的华尔街又正好碰上了正在四处寻找机会的野心勃勃的检察官。

1987年12月的一个清晨，5点钟，一个由50名联邦海军军人组成的行动小组荷枪实弹地乘直升飞机到达了名叫奥克利–萨顿（Oakley Sutton）的公司（该名取自两名主管，詹姆斯·杰伊·萨顿·里根和里根·奥克利·索普的名字，后者是《关于如何在21点中取胜》的经典著作的作者)位于新泽西普林斯顿的办公室。军人们搜集了300多箱文件和记录，很明显是想确定该公司在其名为普林斯顿–新港的合伙人公司中是否“持有”米尔肯的股票或者是否与弗里曼进行过内幕交易。萨顿在达特毛斯大学念书时是弗里曼的朋友。他们一直保持着朋友关系。

在经过了仅仅为期两天的陪审团商议，陪审团明确表示其他人不会因为金融案件的复杂性而恐惧或困惑后，里根和他在普林斯顿–新港的同事们承认64项指控中的63项罪名。这也让弗里曼决定同意进行和解。他的一名律师说道：“当鲍勃得知普林斯顿–新港的决定后，他就扛不住了。”尽管所有认罪在后来的上诉中都被推翻，但当时的弗里曼并不知道究竟发生了什么事情。

联邦检察长办公室根据嫌疑人的认罪而着手开始处理本案。就像在毒品和黑手党检控案中一样，内幕交易的多米诺骨牌开始推动下一块牌：莱文、伯斯肯、西格尔，然后到弗里曼。随着针对弗里曼提起的检控越来越弱，要求信息公开的政治呼声也越来越高。朱利亚尼当时正在以法律和秩序为诉求竞选纽约市市长，由于案由越来越弱，他需要在11月的选举前达成和解。这也加剧了时间上的紧迫感。

到了最后，双方都希望放下该案。双方都需要一条务实的道路来作个了断。当普林斯顿–新港公司的辩护人由于弗里曼对这条新闻的反应而认罪时，双方的对话升级了。1989年9月，为了

控制损失，弗里曼向17个法庭中的其中之一认罪。他将于4月17日受审，最长刑期可能是5年。

1989年，美国地区法院法官皮埃尔·勒瓦尔拒绝接受政府长达120页的备忘录（根据该文件，检察官希望法官考虑其他被认定为内幕交易的案例，如斯托尔通讯公司、尤尼科、圣·瑞吉斯还有大陆公司）以及弗里曼律师出具的800页答辩。他要求双方将作为参照的内幕交易的案例限定在弗里曼作出辩诉交易的具体行为之上。

通过引用弗里曼事件之后才出台的审判规则，检察官说弗里曼应当服刑30~37个月并应交纳大额罚金以反映“罪行的严重性及缺乏正当的理由”。弗里曼的律师罗伯特·菲斯克和保罗·柯伦则争辩认为本罪行不应判处入狱的刑罚，而应该由于政府“轻率而高调的逮捕行为”给弗里曼减轻处罚。

勒瓦尔说道：“掉期交易员置法律于不顾的行为大大削弱了市场的法制性，因此法庭不能轻视此类事件的原因。”他继续说道：“我已经收到大量的为这个明显非常有价值的人说情的信件。这桩罪行的最重要之处在于其动机，这是非常不检点的行为，这些东西我一看就明白。”

在进行宣判的过程中，勒瓦尔法官将弗里曼描述成为“非常纯洁的人”，他也注意到了在那些致法庭的信件中都将弗里曼描述成为“慷慨、负责和诚实的人”。法官说弗里曼不需遭受“严厉的惩罚”。但是，勒瓦尔仍然认为他必须抛开弗里曼的人格来评估他的行为对金融市场可能造成的影响，而出于这样的原因，给予严厉的制裁是非常必要的。

勒瓦尔法官一边慢慢地阅读着他黄色的法律记事本，一边说道：“我在阅读媒体关于这些不法行为或者犯罪行为的报道时非常震惊，看起来我面前的这些事情是每天都在发生的小事，我应该原谅它们。”尽管将弗里曼称为“卓越、有权力和富有的人”，勒瓦尔法官说道：“但我无法通过判决向世人传递这样的消息：拥有如此地位的人犯法之后仍然只是给予与盗窃数美元的普通小偷一样的惩罚，他需要坐牢。”

由于仅仅限于比阿特丽斯的案子，弗里曼的律师将和解描述成“辩白”，而一名美国证券交易委员会的官员则反驳道：“这人已经认了重罪。我们已经获得禁令禁止其从业3年。这可不像无罪辩白的结果。”

1989年8月17日，在高盛任职19年后，弗里曼辞职并承认犯有重罪——不是内幕交易而是邮件欺诈罪。最高法院在1987年的一个案例中指出，雇员或代理人在任何时候自行使用其雇主仅用于业务上的信息，即使是偶尔的使用也构成了违反联邦邮件法令的监守自盗的行为。据此，西格尔和弗里曼已经触犯了规定——使用了来自其客户比阿特丽斯的秘密信息。关于邮件欺诈的指控让检察官占了上风，因为只要信息本身构成“产权”，其内容就不再重要了。

关于邮件欺诈的法规包含了民事合并审理的条款，并且给予检察官同时选择对其进行刑事指控的权力。弗里曼向美国证券交易委员会支付了110万美元（这是其所避免的损失数额的两倍加7年的利息）并且同意3年以内不在金融行业就业。在9个月的发现程序和审前程序中，弗里曼同意接受4个月的监禁——他实际上被判处1年有期徒刑，缓刑8个月——同时就无罪辩护作出了禁足金融行业的安排以及提供400小时的社区服务。[注]弗里曼没有义务配合政府的调查，而且大家都理解他否认其他指控的做法。

对于弗里曼的检控表明民事上可为的行为与刑事上可为的行为之间的界限正在逐渐消失。该案在弗里曼和朱利亚尼的案件找到出路之前从来都不属于刑事案件，但是辩诉交易完成了这个转变。

马蒂·西格尔是一名“非常配合的证人”，他“花费了无数的时间”并被认为是一名“可靠和可信的”证人。西格尔的律师特德·雷科夫帮助他获得了减刑，而助理检察官尼尔·卡图思略更是做到了前所未有的减刑安排。罗伯特·沃德在谈及与西格尔的合作以及这种直率对于成功执行法律的重要性时洋洋洒洒地说了很多。在说到阻止白领犯罪的重要性时，沃德说他曾经考虑过判决入狱18~24个月，但是他最终决定，西格尔获刑的时间应该少于弗里

曼。他最终判决西格尔入狱两个月，监外观察行动5年，而且西格尔要在社区的计算机营地提供服务。

鲍勃·弗里曼服完了4个月的刑期（由于表现良好，实际服刑只有109天），大部分工作是在位于澎萨科拉的海军和空军基地剪草，在此期间也减掉了他被捕后增加的30磅体重。“索夫利（Saufley）（位于海军基地的联邦监狱）很小，但是不像其他高等级监狱那样有同性恋和暴力行为，”弗里曼说道，“但它也不是乡村俱乐部，在这里的生活也不是乡村俱乐部的经历。”弗里曼完成了400个小时的社区服务，并花了两年时间了结了与美国证券交易委员会之间的民事诉讼。1993年夏天——被捕6年半后——他不再受到任何法律上的怀疑和控诉。

后来的事实证明，弗里曼在计算时机时出了错。与其他掉期交易员一样，他根据事实和概率的计算得出辩诉交易的结果就是他将被判入狱一年。他的计算非常精准，但是不正确。如果他再等上一年，这个案子就会被撤销——而这一切都发生在了被西格尔指控的与弗里曼进行内幕交易的基德尔–皮博迪的威格顿和泰伯身上。

对弗里曼的真正惩罚落在了他家人身上，他们为此经受了沉重的精神压力，而弗里曼也将无法摆脱嫌疑。对了，就是弗里曼，他就是那个由于内幕交易而被抓住的人——被迫离开了高收入的高盛而且无法参与公司的上市。

---

1. 在出售之后立即购买，弗里曼在保持头寸的同时将清算有效地延后了几日。由于股价变动，这样的“融资”在成本大约是1/8个点，但是也同时给他的生活带来了很大的变化。

2. 调查人员发现，西格尔和伊万· 伯斯肯过从甚密。他在1982年春天曾经邀请伯斯肯打网球。伯斯肯坐着粉红色的劳斯莱斯赴约。当时年34岁的西格尔表示出他对公司前景的担忧并希望开创自己的生意时,伯斯肯提出给他在自己的公司里安排一个职位。伯斯肯夏天给西格尔打来电话并邀请他去纽约的哈佛俱乐部喝杯

酒。在谈话过程中，伯斯肯将话题引到了个人金融业务上，并提出了新的工作机会。西格尔有点犹豫，他提出了一个建议：他可以给伯斯肯在可能的并购事务中提供咨询服务并且赚取顾问费或者奖金。无须过多的解释，两人都很清楚他们在说什么。由于伯斯肯非常活跃地参与多种股票的交易，西格尔的建议能够很容易地融合到伯斯肯的其他交易中而且不容易被人察觉，特别是如果这些交易发生在其他特定交易之前。“喝杯咖啡吧”成了他俩在电话里约会的暗号。

3. 掉期交易部门持有认购权的其他人也认同他的看法并纷纷开始出售认购权。当天不在场的交易员是鲍勃·鲁宾，他没有出售认购权。

4. 在一宗涉及股权融资的案例中一个名叫Ray Dirks的交易员已开始被认定为有严重过错，美国证券交易委员会认为如果一名专业人士在获得一条毫不惊人的消息之后能将它与其他消息结合并能据此作出判断性的见解的话，他就是内部人。最高法院以外部人士对于公司没有诚信义务为由驳回此解释方法。

5. 作者最近从基德尔–皮博迪当时投行部的主管和德崇当时的CEO那里得到这样的确认。

6. “白衣骑士”指的是把公司从不利的收购建议中挽救出来的个人或机构。——编者注

7. 伯斯肯的总头寸是180万股，价值为4200万美元，这是高盛持仓最高时的4倍。

8. 弗里曼在纽约东哈勒姆的社会服务机构男孩港（Boy Harbor）公司的篮球队执教。他可以担任非注册的投资咨询师，在3年以后可以担任注册投资咨询师。

28 打造全球业务

“实际上，我们中的绝大部分人丝毫不了解欧洲、英国及伦敦”，吉恩·法伊夫回忆说。1985年，他再婚后的第一年，也就是接受第三次外科手术的几个月后，他将从洛杉矶前往伦敦。注法伊夫没有任何预算，也没有得到招聘员工的授权，对于欧洲一点都不了解，只认识会讲英语的合伙人。注纽约分部的负责人中，没有人有海外工作经验，因此法伊夫也没人可以请教。按照吉姆·戈特的话说，法伊夫之所以被选中，是因为在加利福尼亚构建公司的投资银行业务时，他在不依靠纽约总部帮助的情况下，展示出了从一无所有到建成全盘业务的能力——这也是公司期望他能够在伦敦作出的一番事业。非常具有挑战性。

“高盛不是伦敦的高盛”，法伊夫操着西弗吉尼亚口音娓娓道来。虽然约翰·怀特黑德对于全球扩张进行了概念性的描述，但公司极少派高层员工前往海外工作，因为管理委员会不相信会有业务机会，也不想承担不必要的费用。注这其中有极少的特例——特别是在股票经纪业务上，强势的领导力已经体现在需要完成的任务中——公司派驻伦敦的员工可以分为两种：一种是公司不能或者不愿意解雇的员工，这些人被告知，要么去伦敦，要么走人；另一种就是喜欢跟第二类人一起工作的员工。注伦敦一向被看做成本中心，因此战略目标非常清晰：将成本压缩到能够容忍的水平。当然，这种战略注定了成功的机会很渺茫。伦敦分部除了简单销售美国股票、美国政府债券，以及发行福特等美国公司的欧洲债券之外，没有其他更多的业务。这些业务中，没有任何一个能创造可观的利润，也没有人抱过高的期望。法伊夫非常清楚需要进行巨大变革，特别是在投资银行业务上。“我们的挑战是在伦敦及整个欧洲复制高盛，使我们看起来更加像高盛，就像是不管在德国的法兰克福，还是澳大利亚的图文巴，麦当劳都相同一样。为了进行全球品牌的统一，我们只有一个选择：公

司的标准永远是追求卓越。公司必须在能力及承诺上都做到真正的国际化。”

这意味着：首先，伦敦分部需要解雇大部分员工；其次，公司希望雇用那些能够确保公司持续采取敏锐而迅速的行动，避免犯下“外行”错误的专家型人才，而这基本是不可能的。除了这些战略的挑战，法伊夫还遇到了其他一些问题。到达伦敦后不久，他接到了克拉里吉（Claridge）酒店经理打来的电话：“你们公司有两个年轻人在克拉里吉酒店住了几个星期，今天必须搬走。他们把酒店的房间糟蹋得不成样子，并且对我们的员工非常粗鲁。我们不能容忍这么野蛮的行为。从现在开始，法伊夫先生，他们是克拉里吉酒店最不受欢迎的人。酒店不是游乐场。”这也不符合法伊夫的原则。

1986年，管理委员会制定了欧洲的战略规划，派出10名优秀员工研究公司在伦敦及纽约的发展战略。每个纽约分部都制定了自己在欧洲的战略。固定收益部向欧洲人出售美国政府债券及欧元债券——利润非常低。投资银行及债券资本市场部销售主权债券，凭借具有竞争力的报价“打败”了那些只注重交易量的日本公司。高盛的银行家非常高兴，因为公司为一位重要的美国客户赢得了欧元债券的标书，并且“仅仅”损失了30万美元。高盛的伦敦公司每年亏损近1亿美元，其他的美国公司也处于亏损状态。但是变化总是不期而至，机遇也是如此。

法伊夫面临的第一个挑战是，他需要解雇员工，但是这将伤害个人及公司，因此他设计了不同的方案。他与每个银行家进行私下会面时说：“其他的话不必多说，与现在的职位相比，你需要找到更加适合你发挥能力与兴趣的工作。从现在开始就着手找工作吧，确保6个月内能够找到工作，然后辞职，从事你的新职业。我们会帮助你，但是你下一份工作是你自己的选择，也是你的责任——这也是我们顾及你的尊严所作的选择。”

法伊夫这种体面的裁人方式也得到了回报：伦敦报纸没有报道任何关于高盛伦敦公司大规模裁员的负面新闻。其中一个被迫离开公司的人在致电给法伊夫时说，“一家新闻报社拼命地寻找

高盛的污点”。打电话的人给出了记者及报纸的名字，使得公司能够及时阻止负面新闻的传播——这是利奥·迪罗谢的教训，聪明人总能够取胜。

1985年末，英国的伍尔沃斯公司(Woolworths)面临另外一家零售商迪克森斯（Dixons）的竞争。高盛公司与伍尔沃斯签订了协议，保证将伍尔沃斯的股价维持在约定的水平之上，伍尔沃斯同意赔偿高盛由此遭受的损失。这个协议当时在伦敦是惯用的做法——但是赔偿损失的条款是非法的。当法伊夫发现这点时，他打电话给伍尔沃斯的主席说：“这个协议违背了法律，因此我们公司不能做协议中答应的事情，我们希望你们也放弃这个协议。”高盛的员工对此非常恼火：这意味着如果他们继续支撑伍尔沃斯的股票价格，就要承担损失。主席与法伊夫达成协议，高盛得以保留伍尔沃斯的账户。一年以后，伦敦商业银行的领导者——摩根·格林菲尔——在吉尼斯（Guinness）事件中被发现有同类的违规操作而被弹劾。由于触犯了法律，公司无法维持其业务，公司的CEO也被送进了监狱。法伊夫解释说：“领导者需要设立更高的准则——然后找到符合高准则的方法。信任与持续的执行力会使你成为受欢迎的供应商。对于准则的任何妥协，都会成为摧毁你事业的种子。”

在伦敦，法伊夫坚持，“我们需要在每条业务线上都布下精兵强将——债券、股票承销、投资银行，以及并购业务——强大的、经验丰富的年轻新星们。”说起来容易，但是做起来就没那么简单了。这对于每个人来说都是一场战争，赚取支付薪水的每分钱都像是打仗一样。吉姆·戈特曾经被公司指派为短期的“国际协调人”，因此法伊夫找他来商量对策。戈特同意法伊夫逐个攻破。法伊夫得知比尔·兰德里思在伦敦工作10年后打算回美国定居，因此请他考虑担任欧洲股票销售的负责人。戈特提议将芝加哥的鲍勃·斯蒂尔派到英国去，虽然其妻子有孕在身。法伊夫尝试聘请里克·加龙兹克（Rick Garonzik）来固定收益部门工作，但遭到拒绝。因此法伊夫问乔恩·科尔津是否能派在加利福尼亚为科尔津工作的约翰·法默（John Farmer）前往欧洲。科尔津之前尝试说服法默前往纽约，但被断然拒绝。法伊夫知道虽然他们不喜欢纽约，但法默的妻子非常喜欢去法国度假，并且远离教

堂。法默一家得知能够在伦敦定居后非常高兴。法默的坚定也让加龙兹克在一个月后改变了主意，同意赴欧洲工作。法伊夫希望请彼得·撒切尔多蒂担任投资银行部门的负责人，但是杰夫·布瓦西否决了这个提议，而是聘请了唐·奥珀特尼（Don Opatrany），因为后者有打造有效与强大团队的能力。法伊夫回忆说：“每个人都是文化的携带者，所有人都作出了慎重的承诺，公开讨论说打算待上10年——这与两年或者三年前的情形截然不同。这个小团体非常强大，是我打造全球业务的核心。”

戴维·费希尔（David Fisher）是全球领先的国际投资管理公司——资本集团的首席分析师，1985年作为特约嘉宾参加了高盛举办的股票投资会议。理查德·门舍尔问他：“戴维，如果你打算在欧洲打造一个强大的研究团队，你会怎么做？”费希尔非常轻松地回答：“派一些像杰夫·温加滕（Jeff Weingarten）这样的人来欧洲，让他去想该怎么办。”温加滕，饮料行业的明星分析师，与研究部总监李·库珀曼不合，因此他渴望改变现状。从库珀曼那里得到一些建议后，他很快就上路了：“雇一批高端的明星分析师，其他的无所谓。”

温加滕知道在伦敦招人非常困难：打个比方来说，华宝证券在纽约建分部，邀请他加入，那么有什么理由能使他离开高盛？要让这些分析师加入一家美国公司必须给出一系列的战略理由，并且这些理由能够给敏感的分析师们施加压力。幸运的是，伦敦城陷入了混乱状态，并购不断发生，使得一些才华卓越的分析师有些供过于求。因此一些分析师在寻找强势公司——像高盛这样的公司。

知名的英国公司在向欧洲扩张时，一般都会成立两个独立的研究部门：一个覆盖英国本土的公司，另外一个覆盖欧洲大陆的公司。这给了温加滕很好的启示：他的战略是泛欧洲的。投资者不在乎投向哪儿，他们看重的是整个行业中最好的投资策略。另外一个优势是温加滕自身的体会：高盛的分析师将与投资银行家们保持密切联系，这将提升他们的专业性，拓展职业发展空间。温加滕的战略就是关注最优秀的分析师，关注那些喜欢努力工作、为开展新业务而兴奋不已、与众不同、致力于打造强大欧洲

公司的团队成员。几年的时间，高盛成了欧洲10家研究实力最强的公司中唯一的美国公司。

“我们的首要任务是创造巨额利润，”法伊夫说，“从此，我们以后的首要任务是挑选那些能够持续为公司赚钱的合作伙伴。”他知道他需要帮助，因此为了向管理委员会展示欧洲存在巨大的机会，法伊夫前往市政厅商业图书馆，将《财富》杂志中全球最大公司的排名复制下来，研究这些欧洲公司多年以来如何不断提升排名，成长的速度有多快。法伊夫也知道他急需一名经验丰富的本地向导。

现实情况是，高盛的员工根本不接触英国本土市场，因此他们分辨不出谁好谁坏，哪家律师最善于解决法律纠纷，以及英国政府是如何运作的。“我们只是在形式上来看是身在欧洲，”法伊夫回忆说，“但是我们很显然是门外汉，不是这个城市的一部分，甚至根本不了解伦敦这个城市。没有一家公司有兴趣了解这个城市是怎么运作的，而我们需要这么做。”他的第一个挑战是要获取准确的信息，深入了解伦敦的现状。第二个挑战是招聘。法伊夫致力于打造长期的团队——这是战略上的重大变化。

高盛不仅在英国默默无闻，而且其雇用的绝大部分员工也不打算招聘杰出的新人。法伊夫面临的困难还不只这些，美国人一向以短视著称，他们经常做短期规划，根本没有长期打算。《欧洲货币》杂志的封面揭示了伦敦人心目中的美国人形象，一位年轻、粗鲁的美国投资银行家从肯考迪（Concorde）跳槽出来，只打算待一段日子，而后还要回肯考迪。他们被称为“鸽子式的投资银行家”，“飞经头顶，在我们这里短暂停留，然后飞回去”。

所罗门兄弟刚刚解聘了一批伦敦本地雇员，高盛打算招聘其中的一部分人，有个叫布里顿（Britons）的问：“我为什么要加入你们公司，绝大部分升迁机会，特别是成为合伙人的机会，都留给了美国人，但是如果你们业绩变坏，你们会首先解雇像我一样的英国人，然后将那些美国人安全地送回纽约去。”这个问题确实很难回答。职位也许能解决部分问题，由于成为合伙人确实非常困难，因此公司在“副总裁”这个称号被广泛使用后，又发明

了一个稍微再高一点的职位——只高那么一点点——执行总监。为了客观地了解外界对于大学毕业生为什么不愿意加入高盛公司的看法，法伊夫雇用了一家英国咨询公司及搜索公司。[注]该公司的报告一针见血：美国公司被看做“市场好的时候招人，市场差时裁人”。并且，美国公司主要的职位——部门负责人及合伙人——都是美国人，没有英国本地人。搜索公司的报告阐述了高盛公司需要改变外界的这些看法，只有认识到“人们不相信你说的——只看你做了什么，示范行为是关键”，才能建立信任。只有口号是远远不够的，消除疑虑的唯一方法是使用有说服力的方式，采取行动。因此法伊夫从来没有想过要租房，或者住在位于切斯特广场的公司公寓里。[注]他在伦敦买了一幢房子，经常举办宴会招待客户，包括玛格丽特·撒切尔夫人。这在英国具有非常大的象征意义，“家”这个词包含了太多的含义。这等于告诉每一个人，高盛是打算在这里扎根的。

法伊夫知道他需要欧洲高层的帮助，但不愿意像其他公司那样做，只是请一些“花瓶”过来，但他也知道不可能请到具备实力的合伙人级别的人才。并且，欧洲每个国家在文化、商业环境、政治及习俗上都存在很大差异。在法国，高等专业学院（Grandes Ecoles）的毕业生们都为政府工作，在工作20年后被任命为法国主要公司的总经理。“我们希望知道法国客户对于高盛公司的法国雇员的看法，”法伊夫说，“去哈佛大学读MBA的法国人被看成是“异类”——非常能干，但他们是圈外人。真正的法国人会对他们保持警惕。”他知道自己不了解欧洲各个国家的内部规则以及习俗，他需要一种方法来评价社会、政治、伦理及文化的各种维度。他需要一个可以信任的人来帮他脱离困境。例如，在意大利，行贿非常流行，法伊夫决定不让高盛的准则对此妥协。只有了解每个国家最敏感的特性及复杂的优势，以及市场主要参与者的个人喜好——了解所有的东西甚至需要一生的时间——高盛才能在与本地银行的竞争中取胜。法伊夫无法花费一生的时间去了解这些事情，他需要尽快取得显著的进步和可观的利润。正当他试图找出怎么做的时候,他接到了纽约打来的非常有帮助的电话。

电话是埃里克·希因伯格打来的，“我知道某人要从西班牙政

府部门离职，你也许有兴趣见见他。他的名字叫德黑萨（Guillermo de La Dehesa）。他是内阁大臣，在离职后会找其他工作。”注法伊夫给德黑萨打电话，事情确实与他电话中听到的一样，然后，他安排了去西班牙出差。两个人在几个月内进行了一系列的会面，建立了良好的私人关系，也打下了合作的工作基础。高盛不要求德黑萨签订合约，也不会让他的名字在高盛内部流传。注法伊夫解释说：“我们需要你担当我们的顾问，告诉我们在西班牙怎么促成业务的交易。为我们的计划把关，特别是我们的总监们。帮助我们学习应该学的知识。我们不知道关键决策者的性格、信仰、目标及偏见。我们不了解在这里办事的行为准则——看重什么，如何行动，该说什么，或者何时说。我们甚至不会讲西班牙语。”

德黑萨曾任西班牙政府的国家顾问和拉丁美洲的顾问，因此足以胜任高级投资银行家的职位。注作为引路者，他不仅仅能够提供关于西班牙的法律、国家习俗、条例等方面的专业建议；还能训练公司的银行家们熟悉西班牙社会、政治以及商业，告诉他们哪些应该做，哪些不应该做；帮公司识别需要警惕以及关注的那些在仕途看好的要员们。他会提供有用的建议：包括怎么建立长期信任关系；怎么在几年内将高盛打造成举足轻重的公司；在不同的情况下如何选择律师事务所和会计公司；他会评论高盛的表现，建议其需要采取的变化。

法伊夫与德黑萨研究出了合适的条款。成功的人士不仅仅满足于担当公司的顾问——即公司的摆设——因此法伊夫让沙利文-克伦威尔组建了一家新的公司：高盛国际公司。法伊夫将担任公司主席，而国家顾问德黑萨将担任副主席，每年薪水为10万美元——很快升至15万美元——并且有机会得到100万美元的奖金，这取决于他们帮助各部门完成任务及促成交易实施的情况。

法伊夫在每个国家都雇用了一名专家顾问。“这些人都有着辉煌的职业经历，与政府和主要的公司都建立了广泛的联系，”他说，“这些人一开始非常多疑。我们在欧洲以及他们的国家没有任何名气，他们很自然地会担忧我们只是想利用他们的关系（甚至可能利用完后就抛弃他们），他们极其看重名誉，公平

或者不公平地认为，当市场变糟时，这些美国人会离开这里。”因此一开始，法伊夫就强调公司不是简单地利用他们的关系：“我们需要知道各个国家的人对于不同问题的想法与感觉。我们需要能够察觉到错误，并及时提醒我们的人。我们需要他们做的不是帮助促成某宗特定交易，他们的重要性体现在对其国家的深刻理解上，如果我们工作的每个部分都确保正确，我们就能够成为他们国家中真正具有领导力的投资银行。”

那些国家顾问们——不久后改名为国际顾问——是个松散的团队，但是他们不断发表关于欧洲联合体多变的经济和政治环境，以及业务发展战略的见解。国家顾问每季度会召开为期两天的会议：第一天向高盛的投资银行家们简单介绍他们国家最重要的进展，第二天向他们讲述公司的最新发展——特别是投资银行业务的最新进步——附带对特定交易独到的详尽解释，以及从中吸取的教训。

法伊夫两年后回忆说，吉恩–查尔斯·卡朋蒂埃（Jean-Charles Charpentier）——“是个非常和善的家伙，负责高盛在法国的业务，但是不适合投资银行业”，因此公司很客气地请他走人了——给他打电话，告诉他3个候选人的名字，请他考虑合适的法国国家顾问的人选。在这3个人中，有一个非常优秀：雅克·马尤（Jacques Mayoux）。在法国，200年前由拿破仑创建的grandes ecoles精英学校中的毕业生都是百里挑一、非常聪明的。这些人中的最优秀者会获得金融督查（Inspecteur de Finances）称号，这一称号将使他们一生都非常辉煌。德斯坦（Valéry Giscard d’Estaing）为以全班第三名的成绩毕业而感到无比自豪，这个排名足以为他赢得一生的尊重——他毕生非常敬重的人就是第一名雅克·马尤。(注)马尤39岁时成为法国银行业中最年轻的CEO，当时已从法国著名的兴业银行（Societé Générale）的CEO职位上退休。马尤知道他应该是这样的：处于法国权力金字塔的最顶端。他同意在高盛任职是重大的突破，并且表现得非常有效率。

当法国巨型石油公司道达尔（Total）被私有化时，道达尔的总裁决定请摩根士丹利承销这项交易。当马尤在周末得知这一

消息时，非常愤怒："怎么可能？摩根士丹利？这绝不可能！"他让司机马上开车送他去道达尔总裁的家里，他气急败坏地说："你不尊重我！这个承销业务绝对不能交给摩根士丹利！这项业务应该交给合适的公司来做，这当然就是高盛！马上！"

第二天，公司宣布道达尔的私有化业务由高盛公司承揽，道达尔的总裁在法国商业精英中以精确的判断而闻名。马尤清楚地意识到，如果他没有作出那个决定，他一辈子都会被打上无能的烙印。

约翰·索顿回忆说："雅克·马尤倾其所有精力用于商业的拼杀，任何地方发生的任何事情都不会逃过他的眼睛。为了与他熟识的公司打交道，我们去了日本，这个市场他非常了解，多年来经常打交道。"在东京的一个晚上，索顿去马尤的酒店房间给他送文件。门开着，索顿敲门走了进去。地板上摆满了日本书籍——马尤当时已经70多岁了——他仍然在学习，用他的话说"找点儿门路"，寻求多阶段的业务竞争战略。索顿解释说，"为了得到非凡的地位，你必须进入这个圈子里去。受人喜欢并不意味着你融入了这个系统，也不意味着一定能够获得尊重。"

罗马诺·普罗迪（Romano Prodi）是公司在意大利的国家顾问——后来成为首相——他的口头禅是"这个业务不能那么做，按照下面的方法来做"。普罗迪告诉法伊夫，促成某项业务的唯一办法是行贿，而法伊夫坚持高盛从来不行贿，在一系列事件之后那些行贿者不仅会被绳之以法，无法阻碍高盛拿到招标书，而且一些重要的评论家也会为公司的决定喝彩，高盛取得了这次交易的胜利。法伊夫回忆说，"这之后我们赢得了招标书，做成了大量业务。"(注)

法伊夫认为："在这些国家，没有任何事情比被最高层完全接受更加明显或者直接了。"布莱恩·格里菲斯（Brian Griffiths）是8个国际顾问中的倒数第二个。他曾经担任玛格丽特·撒切尔的首席国内咨询师，是唯一的撒切尔内阁成员。对于高盛而言，他的

商业意识有些薄弱，但是他了解英国政府的方方面面，对帮助法伊夫在处理复杂及艰难的马克斯韦尔事件时理解英国文化起到了关键的作用。

经过三年的时间，国际顾问变成了坚不可摧的力量。莱顿大学的维克托·哈尔伯斯塔拥有学术、政府和海外工作经验的背景，在全球工作中奉行“万事必达”的态度。索顿最近向公司推荐了彼得·萨瑟兰（Peter Sutherland）。在跨大西洋旅行的飞机上，法伊夫非常幸运地结识了WTO负责人及GATT前总监萨瑟兰，在没有别人打扰的绝佳环境下，法伊夫有足够的时间与他建立友谊。萨瑟兰最后同意加入高盛。注

正如法伊夫所说的那样：“我们在国家顾问身上投资越多，得到的回报就越多。”国家顾问不仅给法伊夫提供咨询，也有效地担任了高盛在各个国家开展业务的咨询师及产品专家。他们成功地将许多大公司发展为公司客户，特别是当与高级银行家一起工作时，他们很快学会了如何在商业中高效地工作。

公司在德国聘请了两位国际顾问：曾担任经济部长及赫尔默特·施密特（Helmut Schmid）首席顾问的汉斯·佛里德里克，以及曾就职于德利多富（Nixdorf）计算机公司的克劳斯·拉夫特。法伊夫与证券交易委员会的理查德·布里登在瑞士的达沃斯会面，理查德希望汽车制造商戴姆勒–奔驰等大型公司能够在美国上市。如果法伊夫感兴趣的话，布里登会帮助疏通监管层。佛里德里克与戴姆勒–奔驰公司的总裁埃德扎得·路透（Edzard Reuter）关系密切，埃德扎得安排了佛里德里克与公司的财务总监在斯图加特会面。法伊夫在会面中提出了在纽约上市的计划。财务总监非常吃惊，而且有点儿恼火，他怀疑高盛是否有足够的实力承销强大的戴姆勒公司的业务，路透非常粗鲁地教训他：“从现在开始，该业务及以后所有业务都只交给一家美国公司——高盛！”

同时，高盛内部滋生了许多反对开发德国业务的声音，就像

是鲍勃·慕钦说的："市场太小了，并且被本地人控制，很难赚到钱。"史蒂夫·弗里德曼说："德国大银行是全能型银行。我们根本渗透不进去。"设立巴黎办公室非常容易，法伊夫很容易就做到了。但设立法兰克福办公室却遇到了很大的阻碍，特别是遭到了一些犹太合伙人的强烈反对。约翰·温伯格非常理解这一点。他一针见血地指出，"战后我在德国待过一阵子，看到的和感受到的都是你们无法想象的事情"。

但是法伊夫决定找出解决问题的办法。马克·温克尔曼与乔恩·科尔津认识到了德国市场对债券交易与外汇交易的重要性，因此这两个部门非常踊跃。幸运的是，鲍勃·鲁宾给予了他们很大的支持，以他一贯的概率、风险——收益分析方法提出问题："如果失败又怎样？成本又不高。我们可以随时关闭它。我们公司的规模足以支撑对这个业务的尝试。"从第一波士顿跳槽过来，讲一口德语的阿瑟–沃尔特是法兰克福办公室的负责人。当1989年柏林墙倒塌后，高盛在德国一体化过程中处理了很多有关产业合理化的业务。

法伊夫还有一个问题尚未解决——高盛公司的组织架构问题。"作为伦敦公司的负责人，我承担了数不清的责任，却没有任何权力。"所有的权力都集中在纽约各个部门负责人手里。法伊夫的权力来自沟通与说服，或者是衍生出来的——通过确保各部门负责人感觉不错而派生出来的。

公司内部的挑战甚至比外部的挑战还要艰巨。20世纪80年代中期，在去西班牙的途中，法伊夫得知西班牙国家电信公司Telefónica将被私有化。这个公司规模庞大，网络遍布全球，这个任务比任何西班牙公司的任务都要艰巨。这看起来是高盛的一次机会，但是法伊夫在一开始接触的过程中发现公司总裁对高盛印象并不好，公司内也普遍存在这种看法。得知Telefónica的财务副总裁将前往纽约后，法伊夫要求纽约方面提供援助，而得到的回答是不感兴趣："吉恩，你确定Telefónica是我们想要的公司吗？"

法伊夫只能将此暂时放下。1987年，鲍勃·鲁宾因私事给法

伊夫打电话："朱蒂和我一般会在圣诞节离开纽约，今年我们打算去西班牙。你知道马德里哪家酒店和餐厅比较好吗？"

"当然，鲍勃。最好的酒店是丽嘉酒店，我会推荐你几家比较有特色的餐厅。你在马德里的时候，能否抽个时间一起吃午饭，讨论一件重要的事情？"

"吉恩，我是去度假！"

但是法伊夫坚持这样，鲁宾只好妥协。在马德里，鲁宾先拜见了西班牙内阁大臣，讨论了Telefónia的部分私有化问题。之后又与Telefónica总裁和财务总监进行了私人聚餐。事情进展的并不顺利。鲁宾向法伊夫报告说："吉恩，他整晚做的事情就是羞辱我，因为我们没有对他们公司做深入的研究。"这给鲁宾留下了非常深刻的印象，公司负责股票发行的合伙人埃里克·多布金同意组织辛迪加，为高盛承销Telefónica上市做簿记。在接下来的几个月中，公司从第一波士顿银行手中抢来了中标书——后者因行贿而被起诉——赚了1300万美元的承销费用，相当于10年来法伊夫获得的所有国际业务收入的总和。1995年和1997年在汤姆·塔夫特负责高盛公司时，完成了Telefónica另外两个更大的私有化项目。(注)

为了告诉伦敦的同事他们面临的挑战有多么艰巨，法伊夫组织了一个团队，由英国石油公司、联合利华及BAT公司的总裁们组成，让他们描述他们眼中高盛相对于竞争对手的优势及劣势——尤其是为什么他们不选择高盛公司。这简直是令人震撼。那些总裁们是这么说的：当高盛的投资银行家们来拜访他们时，这些英国的总裁们听到的仅限于高盛在美国的业务，因为高盛的投资银行家们谈论的只是其美国业务。虽然他们喜欢这些谈话，但是他们最感兴趣的和最重要的业务挑战来自世界各地：在印度尼西亚的融资，在阿根廷的收购活动，在中国香港的房地产投资等。所有这些业务挑战都超越了高盛单轨业务的能力及业务范围，而且投资银行赚取的服务费用只有很少一部分来自北美地区。

在英国并购业务取得突破性成功后，约翰·索顿被提升为欧洲大陆地区投资银行服务的关系银行家。“我们在英国使用的规则同样适用于其他国家，”索顿回忆说，“每个国家都有一个主要城市——最多有两个。先后顺序就不用说了，每个人都深谙于心——就像是在小城镇或者是秘密社会中那样。声誉靠行动建立，人们依此进行判断。声誉的概念并不复杂，因此在塑造企业的信誉时，执行力远比战略更加重要。”但是当战略出现错误的时候，它将在整个过程中居主导地位。

在同样的年代，最强大的英国商业银行组织在架构与战略上都出现了失误。当高盛正在扩展战略选择，增加有价值的且具有拓展性的资源时，华宝证券却在西班牙、法国、德国及其他国家到处收购规模小且前途不明朗的分支机构，耗尽了其资本金及管理天赋。

当索顿在欧洲收购投行服务部时，该机构只有12名员工。索顿知道成功的关键不仅仅是拥有精力充沛、能力强的员工，而且需要在最重要、最有发展潜力的客户身上配置最重要的人才，索顿决定重新组合销售团队。“在芬兰，我们有一个优秀的销售员，但是他负责了120家公司，分配到每家的时间有限。于是，我让他列出该国最重要的20个客户，将时间全部投入到这20个客户上。我们都知道这会出问题。如果他只关注这20个客户，那么当另外100个客户中任何一个进行一笔交易时，纽约公司的负责人很快就会质问他，为什么我们会失去这项业务。因此我说我会替他阻挡这些抱怨。”

索顿与投行服务部的每个销售人员坐下来谈话，检查他们手上的客户名单，以及他们给名单上的重要潜在客户打电话的频率。他希望这12个员工每个星期都能打一到两个重要的电话。这240个“首要”人物中——12个人每人列出20个首要人物——在过去的3个月中，只有26个人接到过一次电话。在第一次检查后，电话次数增加了，但是只有36个人经常被拜访，而1/3的客户偶尔受到拜访，另外1/3的客户则无人理会。但是索顿坚持他的要求。9个月后，所有的240个人都接到了电话，或者每周被拜访一次。这些电话的拜访对象升至更高级的总监。索顿不断提醒每

个人，“会计师诚然是非常重要的，但是总裁更加重要。”索顿总结说，“目标是每天都能够拨出3~5个重要电话。我们希望形成一种程序化、系统化的方式，将我们打造成为强大的机构。”

索顿也加入到销售队伍中，寻找大象级猎物。“我们与BP有些业务往来。[注]我发现约翰·布朗尼非常重要——有可能成为该公司的CEO——因此我开始给他打电话。刚开始接触的时候，我发现他是个非常聪明的人，但是有点害羞，并且有所防备。谈话毫无进展，30分钟内就结束了。”

“我第二次打电话时，我提到了马克·温克尔曼，但依旧没什么进展。”“然后我邀请布朗尼和他母亲与我们夫妇一起进餐。当晚这两个女人都生病了，因此变成我和布朗尼两个人一起吃饭。我决定向他敞开心扉，让自己表现得非常脆弱。那个晚上改变了一切，他觉得我可以信任。我面前的障碍一扫而清。但是对于竞争对手来说，他们面对的障碍则变得更多了，因为现在我已经攻入了目标的内部。”

布朗尼很快被提升为公司总裁，BP成为高盛最重要的客户之一。

索顿补充说，“在建立了互相信任而且具有深度的必要关系之后，我们的长期目标是承揽一系列交易，成为市场的领导者。你需要关注的是客户受什么驱动，怎么才能让自己成为不可或缺的因素。这需要时间。同时，也需要花点儿钱。向一家英国公司成功推销美国业务非常容易，但是这说明不了什么。只有在关键事件中一展身手，才能说明问题。”

从美国业务开始，高盛的业务发展战略环环相扣，如帮欧洲公司收购美国公司，发行商业票据，或者将欧洲股票或债券出售给美国投资者。下一轮扩张集中于帮助德国、法国或荷兰公司在欧洲以外的国家发展业务。最高层的商业发展战略是帮助纯粹的国内公司抗击来自本地最强大竞争对手的挑战。公司在各个国家赢得了国际中标书，然后为每个客户公司提供超值服务，直到它们决定通过高盛来发展本土业务。

在德国，德意志银行是金融市场的统治者，以至于像华宝证券公司只将业务限制在一站式交易上，不在乎那些小公司，小公司就像是桌子上的面包屑毫不起眼，银行也很小心翼翼，不去得罪大客户。高盛却采取了相反的策略。高盛的策略听起来非常令人震惊，甚至自大得有些可笑：我们在全球最大、最复杂的市场——美国排名第一，也将在欧洲的主要国家——包括德国——排名第一。

菲尔·墨菲是公司冉冉升起的新星，也是强势的领导者，被派到德国后，通过短期强化课程学会了德语。他非常善于直接与客户打交道，尤其善于组织与激励高盛内部员工——他的穿着与饮酒方式都像是外向的爱尔兰人。他从善如流，大胆起用新人，完全投入到将高盛打造成为德国最有领先力的投资银行的使命中去。但是，遭遇现有银行的坚决抵抗也是必然的。

“当我在华宝证券时，”蒂姆·普劳特说，他1999年接管了公司在德国的业务，“我们在与一家德国主要公司的财务经理共事多年后，赢得了一个小项目，出售附有权证的债券。德意志银行闻风后，立即派一名高层经理去跟该公司的CEO说，‘你们财务经理搞错了，他显然没有事先跟财务总监沟通就非常愚蠢地决定将公司的融资业务交给一家外国公司来做。绝不能这样。这非常不合适。我们只跟一家银行共事——德国商业银行（Commerzbank）——接下来的交易就交给他们。所以赶快安排一下，让德国商业银行做这宗交易。’我们很快被排除在外，当然这交易最终是由德国商业银行完成的。同样的事情还会不断发生。”注

墨菲并不会听从这样的建议。他有着自己的一个计划：找出30家最大的、最有发展潜力的公司，将它们发展成为高盛的客户。列个单子，将所有的公司都写在上面，找出每家公司现在使用的是哪家投资银行、哪种产品。然后想办法攻破这种合作关系，选一名高盛的员工出马。

当然，这听起来比较荒谬，因为他忽略了一个事实：没有公司尝试过这么做。垄断者与寡头垄断者控制了整个市场，但是他

们有时也会犯错误。他们不会永远正确；他们可能过于自信，有时甚至有些松散或者傲慢。他们的工作有很多漏洞，但毫无察觉。他们习惯于垄断所有的业务，不努力工作也能轻松获得业务。世界在发生变化——科技、思想及优先权在变化，人员更换频繁，公司也在不断变化。一些有优先权，一些有新思想，一些有关系，许多人希望能够以新事物来标榜自己。就像是普劳特解释的："这些人思维非常奇特，能够满足那些感兴趣的公司的期望——即使从未见过面，或者双方只是进行过简短、介绍性的会面,只要你告诉他们一些新奇的事情，并且能够按照他们感兴趣的方式有效实施，他们就会再次跟你见面。"

墨菲将一家公司列在名单的最上方——房间里的德国人哄堂大笑。太夸张了！不可能！绝无机会。这个名字是：戴姆勒–奔驰。

墨菲又加上了一个名字：西门子。笑声更大了。

一个德国银行家站起来抗议："你的名单前两个是戴姆勒–奔驰和西门子，而你并不怎么清楚这两个公司的真实情况，所以我讲给你听，让你明白。德意志银行持有戴姆勒 - 奔驰30%的股份。德意志银行承揽了它所有的融资业务——德意志银行也对该业务保持着高度的警惕性。西门子也在你的单子上，它成立于1885年，已有100多年的历史，基本是由德意志银行创建的。西门子的总裁一般由德意志银行指派。"

不仅仅是高盛内的德国人认为墨菲失去了理智，过于鲁莽和武断，就连摩根士丹利和美林的总裁们也认为高盛选择了错误的方向及道路，因此它们完全没有必要担忧它们的竞争者——至少在德国是这样，即便在整个欧洲也不需要，不过他们很高兴看到高盛的这一选择。

德国银行家们坚持约翰·索顿所倡导的逐个突破的办法——这种方法在英国和斯堪的纳维亚非常有效——不适用于大型德国公司的结构化的官僚系统，德国公司的CEO们对财务一无所知，首席财务总监也不参与融资，大部分依赖于财务经理。这三个高级主管与所有的总监都有否决权。因此对于财务经理来说，

聘用新公司提供投资银行服务会给其职业生涯带来极大的风险——特别是像高盛这样的外国公司。

墨菲不听。他已经拿定了主意。

几周以后，高盛在德国的投资银行家们，像他们在法国、意大利、德国的同事一样，在旅游胜地聚会，讨论战略计划，致力于将公司打造成最重要的公司，找出最好的办法。不论是在讨论中，还是在回办公室的途中，没有人提及高盛的传统优先目标：赢利性。现在的焦点是如何成为完全基于业务量统计的"承销排行榜"上的第一位，使高盛成为德国的第一名。排名靠前了——利润就会紧跟而来。公司的客户被划分为三种类型——超级大的、主要的、重要的，分组的依据是过去3年他们支付的佣金，以及未来可能会支付的佣金。

西门子是德国公司中第一个支付投资银行服务费用的公司，很快为高盛提供了大量收入来源。注高盛公司从西屋的收购案起开始与西门子一起工作。西门子花了18个月的时间才答应与公司签署费用协议，西门子的财务总监抵抗到最后："如果你坚持，我们就跟你签协议，但是如果不这样，我们就会把你从名单上划掉，不再跟你进行其他任何投资银行业务往来。"其他的投资银行听到这番话肯定会很沮丧。高盛非常幸运，因为投资者关系经理很快取代了现任财务总监，而这个人是蒂姆· 普劳特一手提拔起来的人。科尔津那天给普劳特打电话承认："你简直在把西门子据为己有。注很久前我就知道，如果有人往你脸上吐口水，你不生气的话，通常会采取三种行动：第一，说这是在下雨；第二，把它擦干；第三，重申你的决定和使命。"

接下来的主要目标非常大：德国电信公司。在竞选德国电信公司主承销商的过程中，国际顾问汉斯·佛里德里克安排了公司与赫尔穆特·科尔（He Lmut Kohl）大臣的私下会面。后来，在国联邦议院的特殊会议中，高盛的投资银行家们给立法者详细讲述了德国电信公司私有化这一复杂交易的方方面面。这给高盛赢得私有化独家主承销商打下了坚固的基础，这也有力地证明了高盛在德国具有的优越性。

德国电信公司的地位非常突出：由高盛与德意志银行担任联合主承销商，是全球最大的IPO。这一胜利来自高盛长达6年的持续辛苦的工作，这次胜利也有着非常幸运的成分：德国电信公司未来的主席罗恩·萨默，以前曾经是高盛德国国家顾问克劳斯·拉夫特的手下。拉夫特有勇气和信心坚持使用两家平等的联合主承销商。“这宗交易主要得益于拉夫特的努力——离开拉夫特交易不可能成功——这就足够了，”史蒂夫·弗里德曼说。注

德意志银行主席希尔莫·科珀盛赞高盛公司：“没有其他公司能像高盛一样让我生气。我们从未料到你们能中标。”

索顿大胆规划商业发展战略的能力——成功地应用于英国和欧洲其他地区——在亚洲也大获成功。当他到达亚洲时，高盛在亚洲的公司已经约有1000人，但是却处于亏损状态。索顿的优势非常突出：科尔津同意让他挑选两位领导人员——在中国香港的菲尔·墨菲和在东京的马克·施瓦兹。“我们开了三天会，列出了十件最重要的、急需完成的事情，”索顿回忆说，“中国是核心地区，由于我们在那里几乎什么都没有，所以操作起来将会是最困难的——因此我选择了中国。”

索顿对于重建高盛中国香港公司有非常重要的作用。“他担任负责人，设立了很高的目标，”合伙人迪娜卡·辛格（Dinaker Singh）回忆说，“给我们提出挑战，让我们找出合适的战略，然后让我们去寻找最需要的人才。幸运的是，因为我们早期裁减了规模，因此当竞争对手开始裁员时，我们已经在进行招聘了，所以我们有大量的选择空间，能够雇用到最优秀的人才。”索顿也在时刻遵循并践行自己的原则：“在12小时的飞行途中，我与摩根士丹利的一名明星员工坐在一起。飞机着陆时，他同意来高盛工作。”

2003年离开公司之后，索顿担任中国最大银行中国工商银行的外部董事。注在第一次会议中，行长提议批准一项与高盛的业务协议。银行的其他所有董事都是中国政府官员，他们提出了很刁钻的譬如“精确的战略是什么”、“怎么收费”、“赢利如何分成”等问题，所有问题扑面而来，他们很快了解到高盛打算承揽

该银行未来所有的业务，而并不打算与银行签订互惠协议。会后银行行长与索顿进行了私下的会面。他希望听听索顿的建议。索顿建议中国工商银行就价格和价值的关系进行重新谈判。比如银行可以获得实质性、清晰的承诺，例如请杰里·科里根一年做几场风险管理方面的讲座（高盛的合伙人，曾任纽约联邦储备银行总裁）。其他高盛擅长的方面，中国工商银行也可以照搬。之后，高盛给中国工商银行提供了大量有价值的服务，双方关系应该建立在高度互惠的基础上。

然而，中国工商银行所强调的长期政策和规则与它公共事业部门的角色相冲突。它是否应该区分咨询师与投资者的角色？更重要的是，公司需要在个人投资方面实施正确的政策。作为个人，高盛合伙人购买了中国工商银行的股票，他们认为股价肯定会翻番——甚至会翻两番。如果这被中国人理解为投机，这会表明公司不值得长期信任。中国政府的精英官员们都在乎长期表现。就像一句中国谚语所说，“日久见人心”。

市场是神秘莫测的，公司可以匿名进行债券、商品与外汇的交易。你希望最优秀的人才助你成功，不需要去关注谁亏损或受伤。没有人知道你曾经在市场里面打拼过。这是隐姓埋名的时代。但是投资银行却完全不同，记录在不断累积，客户可以凭借长期的经验来进行选择。

---

1. 法伊夫两年前就答应去，但是当时选中了鲍勃·康韦。之后法伊夫第一任妻子因长期患癌症去世了。吉姆·戈特在去开会的路上跟法伊夫提出了这个问题（会议是关于以5.55亿美元将美洲银行总部大楼出售给肖勒斯泰因地产公司）。该价格远高于其他竞价，但是当时房地产价格低迷，而后迅速上涨，因此该投资是巨大的成功。法伊夫之前在布莱恩（Blyth）公司工作，而后跳槽到高盛担任投资银行部的副总裁。

2. 股票部门员工比投资银行部门员工的英语更加流利。合伙人比尔·兰德里思讲法语。

3. 法伊夫刚到伦敦时，高盛伦敦公司有300人。10年之后，扩

张到2000人——增加了近7倍。

4. 负责伦敦业务的领导人曾经有债券销售部门的比尔·兰德里思，以及投资银行部门的詹姆斯·麦克拉伦。

5. 菲利普·罗森被指派负责找到高盛公共关系的弱点，他列出了高盛做错的25件事情。

6. 之前租给了鲍勃·威尔逊，宾州中央票据发行失败后他被发配到伦敦，后来罗伊·斯密斯与鲍勃·康韦也住过这套公寓。

7. 德黑萨是经济与财政部秘书。希因伯格认识他，因为他主抓央行。

8. 他们知道，一些公司的国际顾问团只是撑门面，很难让人满意——包括高盛，只是供亨利·基辛格与罗伯特·麦克马拉等知识渊博的专家交换观点的地方。这些名誉顾问团与公司的业务没有联系，专家们对公司没有实质性贡献，无法识别哪些事情对于公司真正有价值或有意义。

9. 1991年，“国家顾问”被改名为“国际顾问”，以此反映许多顾问们实际上活跃在跨国业务中，而本国的业务只占了一小部分。不再使用副主席的称呼。

10. 马尤毕业于法国高等商业研究学院（Ecole des Hautes Etudes Commerciales）及国家行政学院（Ecole Nationale d’Administration），曾被任命为财政巡视员。他曾连续12年担任欧洲最大零售银行法国农业信贷银业（Crédit Agricole）的总裁，担任几个改革委员会的主席，作为萨西洛尔钢铁公司（Sacilor）的总裁重组了钢铁行业。他是法国荣誉军团及国家荣誉部队的指挥官。尽管他的背景非常突出，但是第一次去纽约见公司高层人员时并不受重视。鲍勃·鲁宾、史蒂夫·弗里德曼、杰夫·布瓦西都没有见他。但是没有人告诉法伊夫不能聘请马尤，因此他加入了高盛。

11. 当格里斯在电话中透露出私有化意向时，高盛找不出行贿以外的其他办法。因此公司只好放弃。摩根士丹利获得了招标书，但是几年之后这项交易仍然没有结果。

12. 萨瑟兰担任过爱尔兰的司法部长以及布鲁塞尔欧洲竞争协会的首席检察官。

13. 在Telefónica之后，另外一家西班牙大型公司进行私有化——莱普索尔–恩德萨公司发行了美国预托证券，然后是毕尔巴鄂–比斯开与桑坦得公司，高盛每年在西班牙都能够获得2000万美元的承销收入。在西班牙的成功帮助高盛打开了拉美及欧洲市场的机会。Telefónica公司私有化的成功带来了一系列荷兰、丹麦及墨西哥公司的私有化，高盛担任了Telefónica墨西哥公司巨额私有化的承销商，承销费用是2000万美元。德国电信公司私有化费用高达4000万美元。

14. 高盛未能通过BP的私有化交易与其发展商业关系。

15. 在担任慕尼黑最大的保险商安联公司（Allianz）的财务总监之前，保罗·阿赫莱特纳负责高盛的德国业务达5年之久，之后普劳特接替保罗。

16. 西门子是第一家使用管理咨询的德国公司。20世纪80年代，以最优惠的价格同时聘用麦肯锡和波士顿咨询公司，然后比较哪家公司做得更好。

17. 1999年2月——互联网泡沫的顶端——高盛帮助西门子分拆了半导体业务，首发募集了80亿欧元。每股价格35欧元，需求非常强烈——零售客户超额认购率为250倍——之后投资者将股价推升至100欧元。几年之后，股价跌至8欧元。“我早应该意识到泡沫的存在，”普劳特怯懦地说，“资本集团没有认购任何股票，富达也没有参与。”

18. 克劳斯·拉夫特也给鲍勃·鲁宾安排了一项“无法完成”的任务：

NCR对AT&T的反击战。

19. 中国工商银行拥有2万个分支机构，1亿名零售客户，资产规模接近中国第二大银行的2倍。

29 史蒂夫辞职！

1994年2月，史蒂夫·弗里德曼请高盛总顾问兼合伙人鲍勃·卡茨在每周管理委员会会议之后留下来进行一次简短的私人谈话。到了家后，弗里德曼关上门，与卡茨进行了秘密谈话。在接下来的几个月中，除了芭芭拉·弗里德曼之外没有人知道弗里德曼到底跟卡茨说了什么（一个月后，弗里德曼在华盛顿的杰斐逊酒店与鲍勃·鲁宾就上次的议题再次进行了秘密对话）。

“鲍勃，在9月份的合伙人会议上……我将宣布一件重大事情……现在只能告诉你一个人，但是你必须保证绝对保密，发誓不会跟任何人提起这件事。”

卡茨表示理解。自从卡茨从沙利文–克伦威尔来到高盛开始，他向弗里德曼保证过对两人之间的对话内容保密——除非发生两种情况：谈话触犯了法律，或者发生严重危害到公司的事情。

“我今年下半年将从高盛退休，很可能是9月份。”他停顿了一下。“鲍勃，你已经发誓将严守秘密——这事只有你我两人知道。”

如果弗里德曼与卡茨知道高盛将面临何种困境，他们就应该知道这将把卡茨推向何等艰难的境地。作为首席顾问，他首先应该对公司忠诚，而不是对任何个人忠诚，即使是最高级别的合伙人。告别了伟大的1993年，他们预期1994年公司获利的势头仍然强劲。没有人预料到1994年有多么糟糕。弗里德曼相信公司的战略已经步入正轨。交易不仅仅达到了预期，而且发展迅猛。他的大部分工作都已经完成了。马克斯韦尔事件也基本上解决了。他觉得为了处理这些事情他已经在公司多待了一年。现在，很显然他已经拿定了主意。

卡茨问他是否已经决定了。

“完全确定。我已经跟芭芭拉保证过。这个工作像个杀手，如果我还继续的话会被杀死的——她也知道这一点。”

几周之后，时至早春，弗里德曼与卡茨共进午餐时，讨论过渡期间的具体安排。他们选择了位于第14街南端一家意大利的托斯卡纳风味餐厅以避开东部的高盛员工。但是很不走运。市政债券部的麦克·麦卡锡走过来跟他们打招呼。几天之后，具有讽刺意味的是，在4月1日，公司交易遭受到重创：亏损了3亿美元。

在1992年鲍勃·鲁宾宣布他将离开公司并加入克林顿内阁政府时，戴维·塞芬向史蒂夫·弗里德曼游说任命另外一位合伙人共同管理公司。[注]“史蒂夫，这没有任何攻击的意味，但是领导这家全球化公司已经成为非常艰巨的任务——对于任何人来说都非常困难。你不能同时出现在新加坡和法兰克福。如果你觉得一时拿不定主意，我向你推荐罗伊·朱克伯格。他拥有你需要的一切素质，并且非常善于与客户打交道。让他来帮助你巩固基业。即使公司的架构已经成型，这项工作也并不轻松。”掌管套利业务的合伙人弗兰克·布罗森斯也提出了同样的建议。弗里德曼想都没想就拒绝了这个提议。“我对管理公司不感兴趣，”塞芬说，“为了工作必须放弃所有的生活，我不愿意这样做。罗伊的能力非常突出，他可以承担史蒂夫身上大部分的担子。并且罗伊这个年纪不足以威胁到乔恩·科尔津或者马克·温克尔曼，或者任何其他有野心的合伙人。”几年之后，一些合伙人依然为弗里德曼拒绝帮助而感到困惑，大家猜测他可能是为了走出鲁宾的阴影，证明自己的实力。

弗里德曼已经决定了继任者的人选，但是他在杰斐逊酒店吃饭时跟鲁宾说：“我还不能向委员会提起他的名字。”鲁宾也不能说服弗里德曼再在公司留任一段时间，弗里德曼的希望是“给其他人时间证明他们自己”，按照他说的，他布置了任务“从不同的方式检测他们的领导能力以及管理技能”。温克尔曼与朱克伯格的任务是寻找提升公司业务水平的方法，科尔津与保尔森一起被派往亚洲工作。

在康奈尔大学读书时，史蒂夫·弗里德曼获得了摔跤比赛的常青藤学校、东部院校及国家冠军，展示了他的强健体魄以及训练有素的定力。同样，法律意识也不是团队需要的素质。并购业务要遭遇对手的激烈竞争。成功者往往是自甘寂寞的孤独者。当弗里德曼的工作压力达到不能容忍的程度时，他知道只能信任一个人：史蒂夫·弗里德曼。

时间的把握对于摔跤比赛与并购交易来说同样重要——特别是组织的领导人更换频繁时——1994年对于史蒂夫·弗里德曼来说是个不利时机。没有任何开玩笑的意思，弗里德曼称在最后一年中他无法抽出时间和精力与另外一个公司领导人建立有效的工作关系——这说明公司新任领导人和睦共处的艰难程度，根本没有时间相互理解。只有7个多月的时间，在没有任何先兆的情况下，“自然地”推出继任者是不可能的事情。弗里德曼为了避免分裂公司的内部争端行为，决定夏末在一个星期之内选举出领导人，强行推出公司决议，但这一解决方案并未得到广泛认可。2月时，没有人预料到市场在1994年会变得多么糟糕，特别是在11月份接近高盛财年的时候。

可以理解的是，弗里德曼的一意孤行将自己逼入了死角。他告诉自己挑选一或两个候选人与他一起工作非常困难，他担忧个人之间的摩擦将会无休无止。公司之前从未有过潜在的领导人更迭期，弗里德曼的首要任务是避免这一马拉松过程。但是即使大家接受了这一听起来合理的决定，也没有人会认为他的决定是明智的或者正确的。这对公司来说是个错误，对史蒂夫·弗里德曼本人来说也是个错误，特别是第四季度来临之后。

1993年，公司大量抛售英镑，在外汇交易中取得了突出的利润，证明了弗里德曼的策略是正确的。他真的可以完全靠自己独当一面。弗里德曼的薪水是4600万美元。但是了解市场的人知道，市场是一把双刃剑。1993年对公司来说是非常幸运的年份，而1994年正好相反，极其糟糕。

“到1993年底，”弗里德曼解释说，“我非常疲惫——真的非常累——决定12月退出公司。弗里曼与马克斯韦尔事件都是非常棘手的问题，占据了我大量时间。鲍勃·鲁宾曾与我分担长途出差的任务，但是现在我必须独自承担一切。利率不断攀升，我们的风险控制证明所有的比率及相关性都是正确的——但是即便如此，交易员们也做得非常糟糕，我们必须指导交易员减少风险头寸规模。我们担心被全球高成本结构困住，担心交易量太低，担心投资银行业务萎靡——结果会造成利润急剧下降。我们必须大规模削减成本。”

春天来临后，弗里德曼建议削减固定成本，但是管理委员会认为交易遇到的问题只是暂时的，投票决定不削减成本。1993年12月公司赢利3.75亿美元。1994年第一个月之后的几个月，公司的表现都非常糟糕——甚至出现了亏损——市场与公司头寸背道而驰。马克斯韦尔的保证金贷款案件没有解决，清算毫无疑问会给公司带来更多的负担——同时耗费管理层大量的时间和精力。科尔津从大型夏威夷捐赠基金毕晓普地产公司处筹到2.5亿美元资本金，注但是交易损失超出了所有人的想象。国债与日元上的大量头寸给公司带来了巨额亏损，同时，伦敦金边债券价格变化非常迅速。

弗里德曼被警告说他的冒险会受到惩罚，真实状况将不断显现出来，不断有人退出，但是他已经拿定主意，并坚持己见。1994年8月，管理全球证券业务的压力对公司财务造成了威胁，也扰了弗里德曼一家人在怀俄明州度假的兴致。从凌晨4点开始，弗里德曼给主要的债券、股票及全球资本市场部门打电话，得知公司在伦敦的交易员刚刚亏损了5000万美元；他接到了来自约翰·汉考克人寿保险公司CEO的电话，称他们对高盛挖走了他们的一名员工感到非常愤怒，将终止与高盛的所有业务，并且希望管理合伙人弗里德曼能够亲耳听到这一决定。弗里德曼从未听过这个人的名字，该公司甚至不在公司前1000名最大的客户之列，但是这通电话让他愤怒到了极点——一名合伙人回忆说，这也是让他爆发的导火索：“这个工作糟透了！”

“我从来不想当什么管理合伙人。”弗里德曼说他一直希望能

够早点退休，从事第二职业。“驱动我的是使命——变革的需求——这个使命基本上完成了。实际上，回溯到1990年，我们的战略前景是：固定收益虽然不够强大，但显然已经越来越优秀；全球组织架构的建设渐渐步入正轨；公司文化转型正在适应新的战略发展；自营投资业务非常突出——虽然冲突不断出现，但是完善的披露及正确的决策能够有效管理这些冲突。并且我们在赚钱——利润纪录不断被刷新。我在治理公司方面得心应手，除了一件事情：我并不享受这个过程。客户关系会议无处、无时不在。我必须从欧洲回来，参加三场客户会议——每个会议都非常急——并且是在周日。”

就像《华尔街日报》说的：“像华尔街的竞争伙伴一样，日元对美元的升值及全球利率上涨损害了高盛的利益（公司重赌日元贬值，当利率激增时，持有的大量债券库存急速贬值）。科尔津承认高盛在年初利率急剧上涨时‘是个牺牲者’。‘像其他公司一样，我们的行动并不完全符合市场的发展情况，’他说。”

乔恩·科尔津与马克·温克尔曼同意在公司自营交易账户中设立两个大型套利交易账户。一个是政府债券套利，另外一个在伦敦。两个账户很快设好，而市场依然在朝着反方向发展。科尔津知道应该怎么做：继续买入！“看起来越糟糕，实际情况越好。”他说，“如果我们坚持，或者增加我们的头寸，很有可能成为最成功的公司。”科尔津没有听信质疑。乔恩的理论固然没错，但是在现实世界中，在“确定性”发生之前，可能已经耗尽了资本金或者出现流动性枯竭。第四季度亏损越来越多，流动性没有出问题，而公司的资本金跌至证券交易委员会要求的最低水平。鲍勃·赫斯特回忆说，“科尔津拥有足够的胆量”。但是科尔津只是合伙人之一，其他合伙人——包括史蒂夫·弗里德曼——都没有这种市场经验、交易技能及临危不惧的能力。他们看到了大规模的不断亏损，他们非常担心，甚至感到恐慌。

“史蒂夫受到外界压力以及工作疲惫的双重折磨”，一位合伙人回忆。市场超常困难，弗里德曼不是经验丰富的风险管理者，因此他不能理解鲁宾以往是如何应对这种不确定性的。鲁宾能够营造信任的氛围，稳定人心，而弗里德曼则习惯问许多挑战性的

问题，这只会加剧紧张气氛。一些人担忧弗里德曼的健康。人们发现他承受了很大的压力，跟他说“你看起来脸色不好”或者“史蒂夫，你脸色很苍白”。其他人很难相信他在56岁时出现了健康问题。一位合伙人回忆说：“不可能！史蒂夫非常关注他的健康。他身上没有一盎司肥肉。他非常注意养生。西尔斯公司是我们最老的，也是最好的客户之一，我记得在普里马韦拉为西尔斯公司总裁及高级管理层举行的合伙人宴会上，史蒂夫迟到了45分钟。为什么？因为他坚持每天都要去健身！”

在1994年9月的前两天，鲍勃·卡茨召集所有的管理委员会成员，提醒他们周一召开的周会将改到9月7号周三举行，因为周一是劳动节，周二是犹太新年。像以往一样，所有成员必须参加会议，“不管你有什么计划，不管你是谁，你有什么事情，都必须到场！”这种绝对的坚持看起来非同寻常，特别是许多人刚从假期回到工作岗位上，劳动节前后的这段时间通常是一年最平静的时刻。鲍勃·赫斯特给他的朋友史蒂夫·弗里德曼打电话，问他是什么事情，没有得到任何回答——只是说这是强制性的会议，“必须到场！”

周日，弗里德曼在午餐的时候告诉了约翰·温伯格他准备离开的事实，然后给约翰·怀特黑德打电话也提到了此事。一些合伙人认为他也给乔恩·科尔津和汉克·保尔森打了电话。温伯格称合伙人能够接受这一切，但是员工们不能。第一天他控制住了自己的真实感受，但是后来的恶言恶语不断激起他的愤怒，“可鄙的胆小鬼！”“他抛弃了他的部队！”“在困难面前就是懦夫！”一连好几个月，只要碰到带点挑衅的字眼儿，他就会克制不住地发泄他的愤怒。他不能相信那些关心公司和合伙人的人能够轻易离开公司。当然，温伯格的感受也非常复杂。他视弗里德曼和鲁宾为他的继任者，认为他已经精心培养了他们一段时间，他们应该有丰富的经验，在公司内外获得了认可。顺利的交接是温伯格自己职业生涯的顶峰。但现在他却非常愤怒，因为这种粗暴的做法挑战了所有的忠诚——对合伙人的忠诚，对公司所有人的忠诚，对于他深深爱着的高盛的忠诚。

管理委员会会议于9月7日如期召开。当公司领导人们就座

时，一切都非常正常。如往常一样，史蒂夫·弗里德曼脱掉外套，将袖子卷起来。然后，就像他8个月前告诉卡茨的那样，弗里德曼向重权在握的管理委员会宣布："作为一名高级合伙人，我将于11月底退休。这是最终的决定。"

安静。房间里悄无声息。

然后弗里德曼说："这件事情必须保密到下周——下周一是谜底揭晓之时。下周一，是合伙人的第12次月度会议。每个人都必须参加，这样每个合伙人都会同时得知这一信息。从现在开始到下周，必须严格保密。"弗里德曼继续解释离开的原因：他答应了妻子离开公司，因为他有严重的心悸问题。"我每分钟心跳高达160次，有一次在纽约医院躺了9个小时。"他和妻子都担心他快要死掉了，如果不停止工作，工作将会杀死他。弗里德曼没有说他一年前就向芭芭拉·弗里德曼承诺过离开高盛，也没有说出2月份鲍勃·卡茨已经得知这件事情。

这件事情需要的决策速度对于一家总是行动缓慢、深思熟虑、领导者变革非常有条理的公司来说非常陌生，即使是在部门级别也是如此，因此所有人都需要调整自己，适应这种节奏。5天的时间太短暂了。这种速度假设的前提是每个人已经完全理解他应该考虑的所有事情。管理委员会成员感觉这个决定不够尊重管理委员会或者说整个公司。突如其来的时间安排让他们感觉受到了极大的羞辱。

弗里德曼打破了公司提前甄选与培养未来领导人的传统。行业最有条理的公司在事先没有任何安排的情况下进行了最重大的变革——公司的领导层发生了变化。没有时间讨论选举领导人的战略或者政策，弗里德曼也没有与继任者交接的时间。弗里德曼说由于公司的银行家与交易员一直冲突不断，因此他选择给公司施加短期压力是为了"将权力纷争扼杀在摇篮里"。但是目前的快速变化完全不符合高盛以往深思熟虑、精心设计、不断适应一切的作风，这对高盛本身和其树立的形象非常重要。

一些人立刻开始考虑，退出者有什么权力说些什么，或者有什么权力决定大家听什么？然而，弗里德曼自信地表达了明确的

想法，他说出了现在应该做些什么，特别是如何决定谁是他的继任者。这需要解决三个主要问题：新的交接领导人该如何确定？对内，如何向合伙人与员工解释这一变化？对外，如何向公司及机构客户解释这一变化？

最后，罗伊·朱克伯格，那个彬彬有礼的、亲切的、口齿伶俐的公司高级合伙人兼任公司管理委员会委员，情况完全崩溃了。朱克伯格的感受与其他人一样，一个小时后，他打电话给塞芬（由于家人有严重的过敏反应，他必须前往医院看护）："我非常惊讶，简直说不出话来。史蒂夫不干了。这个家伙曾经是管理委员会一员——事先什么都不告诉我们——他不干了！"

弗里德曼不打算由他指定继任者，他表示："我要离开公司了。你们将与自己选举出来的领导人一起工作，因此这是你们的选择。首先，需要解决三个问题：（1）你们会选谁领导公司？选一个人。（2）你们希望谁与选举出来的领导人一起工作？（3）你们会选谁当候选人？"

之后，随着讨论逐渐深入，弗里德曼的观点表露无遗，他把一些人摒除在外，同时帮助另外一些人。

追溯过往，弗里德曼在周一时表达了一些观点："我希望能够避免权力纷争事件的发生，给我自己和管理委员会的其他成员以持续评价不同人一起工作的效果的机会。我们曾见过不少公司新老交替的过程被不断拖延，导致这种拖延的原因是权力与公司分裂——或者是太多人干预这个过程，导致交接时间过长。我们相信高盛能够避免这种情况的发生。"在追溯的过程中，弗里德曼讲述了没有董事会进行决策的困难。在他宣布之后，管理委员会会议在位于第85街的公司总部举行，从周三开到周五。在无休止的紧张会议中，公司这些巨人们——虽然科尔津与保尔森事先已经接到警告，但绝大部分人都毫无准备——试图就谁担任领导人达成一致。

近半个世纪来的第一次，公司失去了强有力的、被广为接受的领导者。权力欲望与个人野心很快显露出来，每个人都在寻求他们感兴趣的人选，很快形成并重新构建了各种各样的同盟，大

胆地对自己进行定位。每个人都知道金融股权是巨大的，并且公司——如果不是被持续不断的交易问题伤害太严重——肯定会上市：虽然每个人都关注什么对公司是最好的，但他们知道，一旦上市，那些居于要位的领导人每人会得到1亿美元。这是非常时期。

在弗里德曼宣布离职后的一个星期，公司遭遇英国金边债券的巨额交易损失，英国财政大臣提高了利率，这预示着第四季度将会非常糟糕。

数年之后，弗里德曼仍认为他以最好的方式处理了该变革："在管理委员会会议决策之前不能向任何人透露口风，否则会激起一系列政治拉票活动，'我会支持你的，但是你需要一名经验丰富的副主席'或者'我确实对于领导投资银行非常感兴趣'等一系列交易手段。你会惊奇地看到这么多人有向上爬的愿望，或者说是梦想。"

戴维·塞芬非常清楚：他强烈希望完成成功的领导交替过程，但是他不在候选人之列。他表示："我非常失望——不是对决议失望，而是对在低迷时期作出如此重要的合伙人决定而感到失望。"

罗伊·朱克伯格非常有激情，但是他太老了——在朋友眼中，他是一名高级政治家，但是年事已高，不适合担任投资银行家或者交易员。他是高级公关经理——而诽谤者则认为他只是一名销售人员——更适合做一名外交官，而不是领导人。一些人怀疑他能否有能力处理那些令人头疼的电话，但是也许他能够担任3年或4年的替身，直到约翰·塞恩或约翰·索顿做好准备。而鲍勃·赫斯特又太年轻了，公司上下及管理委员会对他还不够熟悉。而且，他还未能从第一赫斯特的阴影中摆脱出来。他担心工作压力会危害到已经岌岌可危的婚姻，因此一个月前他对弗里德曼说："什么人会想得到你的工作？这份工作简直没法让人活！"因此他也不在考虑之列。

弗里德曼排除了马克·温克尔曼，认为他与公司的理念"格格不入"。他的意思是温克尔曼是个独行者，但是作为荷兰人，温

克尔曼认为他的意思是“外国人”。排除温克尔曼的简单原因是主要竞争者乔恩·科尔津是一名债券交易员，而温克尔曼也是。温克尔曼的市场经验不够丰富，或者弗里德曼不能完全领会温克尔曼的特殊智慧，因此弗里德曼不能完全欣赏他的能力或者鼓舞他人的领导能力。温克尔曼非常理性、逻辑性强、精通数量系统，他从来没有意识到弗里德曼并不喜欢依赖于市场决策。荷兰人能够接受直率的、针锋相对的争执，信仰“忠诚反对”并且欣赏板着脸嘲弄对方——而这些弗里德曼统统不能接受。就像一些同事觉察到的那样，他与温克尔曼看起来注定生活在不同的轨道中。

在弗里德曼年前组织的管理委员会会议上，温克尔曼被要求就一个重要议题作演讲。在演讲中，弗里德曼知道温克尔曼明白他想要的答案，再三询问他同样的问题。但是温克尔曼认为这不是正确答案，不愿意屈服。弗里德曼不断被激怒，并表露无遗。而且，温克尔曼总是把精力集中在工作上，没有花时间努力成为公司的核心成员。在管理委员会中，他也没有铁哥们儿或者同盟。

相反，科尔津则是十拿九稳。他是公司最大的业务部门——固定收益部门的联席负责人。他同时还担任联席财务总监，对公司财务了如指掌。他非常聪明，是魅力型、天生的领导者，深受公司员工的欢迎。

科尔津在管理委员会的时间比任何其他候选人都长，作为联席财务总监，他对整个公司和各个部门的了解都非常透彻。他与毕晓普地产公司关系密切，熟识住友银行的核心员工。他被公认为伟大的债券交易员，在1993年为公司赚了一大笔钱。虽然巨大的亏损来自他创立的头寸，但是他比别人更了解这些。“我们都很认可科尔津，”塞芬回忆说，“他是固定收益部门的联席负责人，固定收益是公司巨额利润的引擎，对于整体风险非常重要，并且他是联席财务总监——虽然这种权力的分配不太符合直线型的管理方式，但是这是一贯的做法。”在第一轮投票中，虽然没有得到全部认可，但科尔津得到的选票最多。

弗里德曼决定担当最后的决策者。虽然他突然宣告离职给整

个团队带来了很大困扰，但作为高级合伙人，多年来的辛苦工作以及对公司的全身心投入给他带来的美誉，他依然有很强的号召力。在一系列一对一的会议中，弗里德曼试图达成一致意见。由于一切都来得太突然，因此没人有时间形成像弗里德曼与鲁宾那样的联盟。一个人管理公司的负担太重了，每个人都认同这一点，但科尔津却不这么认为。如果科尔津成为主席，接下来的问题就是谁将与他一起工作，比如副主席的人选。几乎所有人都想成为副主席。弗里德曼推荐汉克·保尔森当联席副主席。其他人反对。有人建议朱克伯格、温克尔曼与保尔森三人共同担任联席副主席，但是保尔森说他不想为了区区一个联席副主席从芝加哥搬到纽约去。他与妻子都喜欢中西部地区，打算把家安在那里。

弗里德曼与管理委员会的每个成员单独进行对话，讨论“如果不是你，那你选谁”这个问题，搜集对最优管理架构的建议。他要求每个成员将自己的观点简要地写下来，然后传真给他。虽然管理委员会的每个成员私底下都偷偷地想过自己应该被选上，但是随着谈话的持续，弗里德曼强加给他们的观点是“投资银行家”应该为科尔津工作。

科尔津成为公认候选人的选择激怒了温克尔曼，多年来他与科尔津共同担任固定收益部门负责人，双方也建立了高度信任的关系，并共用一间办公室。温克尔曼说他不能同意突然成为科尔津的手下。“我不能这么做”，温克尔曼说。虽然他知道科尔津肯定能被公司上下所接受，并且能够成功担任主席——并且在他的辅佐下，科尔津会更加出色。马克·温克尔曼与乔恩·科尔津非常了解对方。“但是，在委员会同意科尔津担任主席的情况下，马克根本没有机会选上，”塞芬回忆说，“因为我们不希望两个人都来自同一个部门，不管马克多么理性，多么训练有素。”

选择科尔津是因为科尔津比其他候选人更优秀，而不是他有绝对优势。科尔津最起码能够被所有人接受。“我们当时没有意识到乔恩一直都想成为高盛的高级合伙人，这种野心驱动他在高盛内部建立了联盟，并赢得了一些人对他的忠诚，他是一个天生的政治家，骨子里就如此。”温克尔曼说。事后，其他人认为他们之前应该询问一下温克尔曼与科尔津一起工作中碰到的困难，

但是这些问题在联合国大厦酒店（UN Plaza Hotel）及弗里德曼位于贝克曼的家中举行的会议中从未被提及。

弗里德曼在他家进行的私人谈话中明确提出要挑选一名“投资银行家”与科尔津一起工作。他不需要特意指定是谁，因为这个人应该是汉克·保尔森，这是最常被提起的公司继任者的二号人选。弗里德曼认为只有保尔森才能辅佐好科尔津。这一对搭档让人回忆起怀特黑德与温伯格的成功，符合公司传统的致力于成为投资银行领袖的目标。毫无意外地，公司一致同意保尔森辅佐科尔津，成为公司的二号人物。

然而，这对搭档面临的主要问题是：科尔津与保尔森并不合拍，一些合伙人甚至怀疑他们能否和睦共处，成功担任公司的领导人。弗里德曼试图增进他们之间的友谊，任命科尔津掌管亚洲债券交易，而保尔森负责管理亚洲投资银行业务，但是这两个人发现就连协调日程表都非常困难，因此毫无进展。他们都多次前往亚洲，但是从来没有一起去过，也没有一起工作过。另外，一些人担忧保尔森说话过于生硬，语速太快，太强调自己的身份。而保尔森自己也担心是否值得为了一个副主席将家搬到纽约去。

9月10日，星期六，在弗里德曼位于贝克曼的公寓中召开的会议上，科尔津与保尔森发生了对峙，但是科尔津从来都认为他能够与所有人一起工作——任何承诺与他共事的人。因此他主动妥协：“汉克，我们出去走走吧——就我们两个——看看我们能否建立相互理解的共同基础。”在散步的过程中，科尔津热情地说：“汉克，能够与你一起工作让我非常高兴。我们将一起亲密工作。我们是真正的合作伙伴。”科尔津知道这是保尔森希望听到的话。一个小时后，在回去的路上，他们认为他们已经达成了合作的共识。

虽然考虑过几种不同的架构，弗里德曼公开表示对公司领导的各种各样的要求使得公司只能有一个主席，就像他当初一样。几周之后，弗里德曼说：“我们一直致力于找到科尔津与保尔森共事的方法并逐渐相信他们磨合得非常好，我对此非常乐观。他们也希望能一起工作。”但是妥协往往是非常不稳定的：这种不

稳定指的不是一个总裁和两个平级的副总裁，而是科尔津担任高级合伙人兼管理委员会主席，保尔森担任副主席。

周日，管理委员会在联合国大厦酒店重新聚会，弗里德曼正式任命了科尔津与保尔森，为了给其他人讨论的机会，他让每个人都发言，回答他们的问题，然后才离开。（科尔津与保罗去看电视美国网球公开赛：安德列·阿加西对迈克尔·斯蒂奇）。会议一致通过了这项决议，虽然管理委员会的几个委员，特别是朱克伯格对于科尔津能否与保尔森一起工作持强烈的怀疑态度。这个决议依然是保密的。星期一所有的合伙人都知道了这一决定。周二公司公开宣布了该消息。

科尔津与保尔森性格迥异，而且工作经历完全不同。保尔森47岁，在工作上非常自律。科尔津48岁，看起来有点散漫，了解公司运营状况，懂得控制大额头寸的风险。保尔森努力控制及消除风险，并不理解或者接受市场的不确定性。科尔津“看起来”非常开放与公正；保尔森则“就是”非常开放与坦率。虽然两个人都是热心的中东部居民，但保尔森是传统的共和党人，而科尔津则是民主党人。他们对每件事情的看法都不一样，彼此也看不惯对方的工作方式。在不同的部门工作；遵守不同的规则；在不同的城市生活；从未一起工作过，而合作在传统公司中是最有效的经验。科尔津比保尔森早几年进入管理委员会，并且在利润贡献方面，他的固定收益部门超出了保尔森的投资银行部门。

科尔津非常善于与人打交道，特别是告诉其他人坏消息时处理得非常得当。比如，他想告诉他已经决定不再让乔担任合伙人，他会给乔打电话，希望有机会见面，什么时候方便能一起吃饭，并且非常感激乔能够抽出时间。饭后，乔知道乔恩非常喜欢他，也许是到时候考虑在几年内离开公司了，当然离开的时间由他自己决定。

而保尔森则会给乔打电话，告诉他这是最终决定，强调这是乔在公司的最后一天，并与乔探讨周一发出的正式公告应该包括哪些内容。

彼得·萨瑟兰，自加入公司担任欧洲区主席时，就非常渴望成为管理委员会的成员。保尔森知道科尔津想告诉他这不可能。但是当科尔津跟萨瑟兰提起时，这个清楚、简单的信息变成了萨瑟兰一年后将被提名加入委员会。当科尔津的合伙人表达不满时，科尔津的说法又加剧了他们的不安："别担心，一年中会发生很多事情。"

在9月12日的合伙人会议中，弗里德曼宣布他将退休——不是辞职，而是退休。第二天在给员工的备忘录中，弗里德曼写道："去年年底，我向我自己和妻子保证，再干一年，就将接力棒交给年轻的下一任领导人。当我尽力完成工作后，我感到非常疲惫……1994年是非常令人沮丧的一年。"在采访中，他承认："我非常喜欢创造新的利润纪录，但是如果你计算1993年和1994年的平均利润，这仍然是个纪录。"

"史蒂夫提出辞职时，需要做的两件事情他都没有完成，这等于是打开了合伙人辞职的大门，其他几个合伙人也在没有预先通知的情况下离职了——有几个人只提前一个或两个星期通知了公司。史蒂夫有两个更好的选择，"李·库珀曼说，"第一，当他告诉妻子这一决定时，他应该同时告诉合伙人——这样6个月前就可以选举继任者，并可以一起工作一段时间，然后他可以说：'这些人太棒了，我非常骄傲地宣布他们现在完全可以胜任，因此我打算提前离开。加油！'或者，他应该告诉管理委员会他必须辞职，选出继任者，然后与他一起工作6个月，发表同样的言论——'他们非常伟大，已经作好了准备，他们是当之无愧的领导者'——然后提前离开。史蒂夫·弗里德曼的职业生涯非常辉煌，但是1994年他犯了大错——对于史蒂夫本人和公司来说都是错误。"

"史蒂夫突然离开公司的举动与我认识和敬仰的史蒂夫判若两人，"合伙人鲍勃·康韦回忆说，"他睿智、诚实，是伟大的心灵导师，要求每个人都全身心地投入工作，勇于担当'决策中心'。在我工作的第一年中，我需要进行公平估值，需要有人帮我检验

我的推理及分析过程。我求助于史蒂夫，虽然这不是他的任务。他关上房门，花了一个半小时与我一起讨论估值的方方面面。在这一个半小时内，我学会了很多估值技巧，体会到了团队工作以及对公司的承诺，同时也了解到了史蒂夫的为人。”

《华尔街日报》以一种非常含蓄的方式描述了华尔街的震惊：“高盛长期以来为其严格遵守领导人甄选制度的传统而感到骄傲，领导人被公开提名，并培养长达数年时间后才能就职。”公司自瓦蒂尔·卡钦斯时代起，从未有过强行换届的经历——特别是在亏损时期。这种时期没人有时间准备继任的大量问题，公司的业务显然处于困境，交易亏损越来越严重。弗里德曼的突然离去，使合伙人开始感受到公司可能遭受分拆或者被巨额金融亏损撕裂的风险。很显然公司面临两方面的挑战：一是将高盛统一起来；二是维持客户的稳定。

弗里德曼还有什么没有告诉我们？这是许多合伙人心中的疑问。塞芬回忆说：“许多合伙人来办公室找我，坐在沙发上。”尽管约翰·温伯格与其他高级合伙人尽力说服他们留在公司，还是有很多合伙人选择了离开，1994年离开的人数创下纪录：34名合伙人辞职，而一年前只有13名合伙人辞职。每个合伙人的离去都给现任合伙人施加了更大的压力。一些人也开始加入离开的队伍。许多人生平第一次开始不断接听猎头打来的电话。投资银行家们可能不明白市场是怎么亏钱和怎么赚钱的，他们也想不清楚。公司当年的利润肯定非常低，那些打算辞职的人明白一件事情是确定的：如果他们决定离开，那么他们分到的钱会很少。

1994年来，严重的交易亏损突然增加，打算退休的合伙人越来越多。弗里德曼从来没有意识到，他的突然退休打破了契约，使得其他合伙人的离去变得可以接受。一些人只提前一个星期或两个星期通知公司。他们对于未来及个人的财务损失感到恐惧，他们的财务也受到了限制。公司冻结了他们6年薪酬资金总额。“他还有什么没告诉我？”一名公司财务专家说，“如果事情继续朝着不利的方向发展，高盛可能在28天内就会破产，”然后他告诉鲍勃·赫斯特他决定辞职。

赫斯特反驳他：“如果你现在这么做——其他人也会这么做——那用不了28天，实际上，公司现在已经玩完了。”

当然，弗里德曼不同意他的看法：一方面，实际上，公司已经成型，战略清晰，流动性顺畅，不存在系统问题。另一方面，弗里德曼没有意识到其他合伙人有多么惊恐。如果约翰·温伯格没有挨家挨户地劝说合伙人留下来，并且非常幽默地对他们说“我们今天不会破产——明天也不会”，提醒每个人公司总是能更加有效地挺过比现在更艰巨的时刻，那么恐惧将会更快地蔓延。

合伙人们不能容忍公司1994年的利润只有5.08亿美元，在支付完退休合伙人薪酬和对住友银行以及毕晓普地产公司的投资后，他们的资本账户缩水严重。虽然公司其他业务持续增长——比如并购业务在这一领域不景气的情况下仍保持繁荣——但是公司交易业务却亏损严重。合伙人的收入减少了1/3。第四季度是最糟糕的时期。日元和日本政府债券都开始贬值，伦敦自营业务遭受严重亏损，突然裁员几百人。这不仅瓦解了公司长期起来建立的“忠心耿耿”的企业文化，并且很多人都担心自己会被突然裁掉，过去的努力及成就都白费了。有一个被停职的人说，“人们像垃圾一样被抛弃了”。最直接的挑战是维持客户的稳定，特别是在领导人更迭、削减成本、公司财务困难、合伙人纷纷辞职的非常时期。

保尔森在接受采访时一般都遵从科尔津的意见，他说：“早期工作中，我们自然形成了一种合作方式。我们不限定任何一种形式。我对此非常满意。”

科尔津称：“汉克与我希望我们的领导基于共识和共同参与决定高盛的广泛业务。但是我们希望合作过程能够自然演化，而不是强迫在一天、一年或者两年内达到。”

保尔森同意与科尔津一起工作——保尔森以为是基于平等的合伙关系——但是总顾问鲍勃·卡茨告诉保尔森：“不，汉克，乔恩说的不是这个意思。”保尔森装作不知道。他不想成为二号人物。但是卡茨说的是对的。科尔津认为自己是总裁，打定主意要

担任公司的总裁及高级合伙人。他认为高盛规模不够大，他也打定主意要采取大胆的战略举动。他对自己的决定超级自信，作为债券交易员这无可厚非，但是一旦拿定主意，他就听不进去别人的劝告。他这样做也并不完全错误。在公司最动荡的时刻，他能够坚守正道。在高盛陷入危机时刻，科尔津显示出巨大的——必须的——勇气和力量，包括说服别人的勇气。就像温克尔曼说的："乔恩显示出无与伦比的勇气与能力。在动荡的黑暗时刻，公司非常需要他。"

1994年离开公司的合伙人提取的股权资本金达到了4亿美元，比毕晓普地产公司的资本金高出1.5亿美元。很少有公司能够在遇到如此灾难时还能生存下来，特别是合伙人匆匆离开的情况下。在感恩节前的星期二，吉姆·温伯格的儿子彼得·温伯格在回格林威治家中的车上告诉查克·戴维斯，他料想会有更多合伙人离开。第二天，戴维斯去彼得·温伯格的办公室："没有提前告诉你，我刚跟约翰·温伯格讲过，我决定辞职了。"

这是最坏的时刻。

在感恩节后的周五，合伙人汤姆·塔夫特在彼得·温伯格办公室宣称："这些人在犯大错！我们会让他们知道的！"两位年轻合伙人谈及此番话时，形势正在出现转机。合伙人重新联合起来，对合伙人制度及高盛公司的忠诚超出了以往任何时候。就像彼得·费伊说的："史蒂夫的离职实际上巩固了合伙人制度。留下来的人希望证明他们能行。这是最正面的激励。"

---

1. 1994年10月迈克尔·卡洛发表在《机构投资者》上的文章《高盛内部的丑闻》对书有帮助。

2. 毕晓普地产公司是债券销售员弗里德·斯泰克的客户，弗里德与其建立了亲密关系，双方讨论了与住友类似的投资项目。科尔津在达拉斯机场附近的万豪酒店会见了地产公司的高级人员，进行初步面谈之后，飞往夏威夷进行短期会晤。

30 网罗最优秀的人才

罗宾·纽斯坦因，后来成为高盛的合伙人，1982年时就职于芝加哥一家知名的商业银行，当她被告知需要下班后打印的东西必须在5点钟下班之前统一交给外面的打印社以便对方在第二天早上9点把材料送回到公司时，她决定换工作。对于纽斯坦因而言，这种按部就班的方式根本没有任何竞争力。纽斯坦因才华横溢，渴望成功，她在西北大学获得JD与MBA学位，拥有CPA资格。她就读于布朗大学时，父亲破产后身亡，这给她带来非常大的打击，她希望能够尽快获得成功：“我一定要赚够100万美元。”

一位朋友告诉她：“到华尔街去！”她给纽约信息中心打电话询问她在一本杂志上看到的顶级投资银行的电话。所罗门兄弟公司的接线员将她转接到人事部门。“对不起，今年的招聘已经结束了，你明年再打过来吧。”她打电话的第二家公司就是高盛。

“拜托，帮帮忙，”她向接线员请求，“我想找投资银行的主管。我需要一份工作，请不要给我转到人事部去。”接线员按照她的要求给她转接到投资银行家那里，电话里说，“我是汤姆·沙坦。”

“汤姆，我是被转到你这里的。我在找工作，非常希望在投资银行工作，希望为高盛工作。”

“费思·罗森菲尔德负责投资银行部门的招聘。我给你转到她那儿去。”

“费思，我是罗宾·纽斯坦因。汤姆·沙坦让我直接跟您说。”在半个小时谈话之后，一切看起来很顺利，但是她所在的银行是高盛的客户，因此必须要征得目前任职银行的同意。但是

她所任职的银行拒绝了。

后来鲍勃·康韦看到了纽斯坦因的简历，对她非常感兴趣，安排她接受高盛私募与房地产金融部门20名同事的面试。吉恩·莫斯给她开出的工资是9万美元。这超出了她的预期，但是纽斯坦因说：“有点儿少。我已经离开学校两年了。”

“你想要多少钱？”

纽斯坦因报出了一个数字，希望不会高得离谱，“10.5万美元。”

“我会再跟你联系。”

在纽斯坦因焦急等待了两天之后，她如愿以偿。

正如我们所看到的，高盛的杰出是建立在一系列出色业务、思想与覆盖全球的野心之上的。其中最关键之处在于能够吸引与留住最优秀的人才。在公司所有竞争优势中，招聘是最强调结果的。约翰·怀特黑德说：“如果没有最优秀的人才，就不会成为最好的公司。而一旦召集到最优秀的人才，认真培训他们，将他们有效组织起来，鼓励他们，肯定会成为最好的公司。”

在大多数时候，投资银行的主要竞争者都是平等的。所有公司都致力于服务同样的客户；所有公司使用相同型号的电脑、电话，在同样市场打拼，构建同样的数据库，乘坐同一家航空公司的飞机，住同一家酒店，甚至连办公大楼都差不多；所有公司面对相同的监管条例；它们相互了解，能够迅速复制对方最新的服务。那么，面对这么多相似之处，一家公司如何才能在众多公司中脱颖而出呢？只有四种方法能够做到这一点并保持竞争优势：更加有效的招聘、更强大的公司文化、更好的战略，以及承担更多的使命。

当纽斯坦因加入高盛时，一般要经历12轮以上的面试，很多

人还必须接受合伙人的面试。几十年前，面试经常是随机进行的。杰伊·特南鲍姆，后来成为公司最有影响力的招聘专家——一些未来的领导人都是他聘请来的，如鲍勃·鲁宾，罗伊·朱克伯格，戴维·塞芬，鲍勃·慕钦，鲍勃·弗里曼，史蒂夫·弗里德曼等——都是在20世纪50年代偶然加入高盛的。特南鲍姆的父亲曾经是圣路易斯一家只有两个员工的证券公司客服人员。他父亲在进行铁路共用事业控股公司套利交易时，认识了格斯·利维。在埃德加·巴鲁克去世之后，格斯·利维在佛罗里达的博卡拉顿与老朋友打高尔夫球时，提起西德尼·温伯格的儿子约翰刚刚拒绝担任他的助手。“为什么不考虑下我儿子杰伊呢？”就是啊，为什么不呢？特南鲍姆曾经在爱荷华州销售过女装，在阿肯色州担任过市政债券销售员。去纽约工作是义不容辞的事情，父亲见到他时说：“收拾一下行李，杰伊！你要去高盛工作了！”特南鲍姆很快就开始在利维的套利部门工作。

招聘高层员工时不仅要为公司引入高级人才，也要考虑不犯错误。戴维·塞芬拒绝了领导公司原班人马开拓垃圾债券业务的邀请，特南鲍姆知道问题出在哪里：“债券部门的比尔·伯兹尼克拒绝向优质客户再次出售这些垃圾债券，而我们必须保留部分垃圾债券以迎合部分客户的需求，因此我们要像其他人一样，求助于德崇证券的迈克尔·米尔肯。”几乎所有华尔街的交易员都与米尔肯打过交道，他很快控制了所有垃圾债券市场——米尔肯心里明白，任何人想要出售垃圾债券都离不开他的帮助以及他的报价。米尔肯在年仅24岁时就凭借沃顿商学院一位教授传授给他的技术分析方法，给高盛等公司打电话：“我知道你们想卖出大量垃圾债券，你我心里都明白这不太可能。我想以70美元的价格买入你一半的头寸。”米尔肯的出价低于市场价格，但他本身就是市场。因此，他能够制定价格，而没有其他竞争对手。就像特南鲍姆回忆的那样：“米尔肯显示出了他对市场的熟识程度——何时、以何种方式大胆出击。”

特南鲍姆邀请米尔肯共进早餐，但是他先征求了格斯·利维的老朋友，伯恩汉姆公司负责人伯恩汉姆的意见（在经过两次合并后，伯恩汉姆公司变为德崇证券公司）。伯恩汉姆对米尔肯的评价是这样的：“他非常聪明，但是他的骨子里有阴暗的因子。

如果能严加看管的话，他会取得非凡的成功。你确定希望他加入高盛吗？”

特南鲍姆说：“我们能够看住他。”伯恩汉姆回应说：“你最好仔细看管他。”特南鲍姆给米尔肯开出的条件非常优厚：公司提供资本金，他的工资也非常可观，并能够参与利润分成。非合伙人员工能够参与公司的利润分成并加上15%的超额利润，同时享受特殊奖金。这对后来加入公司的年轻员工来说，都是非常优厚的条件。

“不”，米尔肯说。他坚持两个条件：第一，他希望成立独立的部门；第二，他希望分得他赚取利润的30%。

“那不可能，”特南鲍姆说，“你开的条件太高了——我们请过一位股票交易员，知道除了分摊成本之外，其中的麻烦和争论有多少。”[注]于是米尔肯仍然留在原来的公司，为他的公司创造了惊人的利润，其报酬高达10亿美元。德崇证券公司卷入破产风波后，米尔肯被起诉触犯了州法律，支付了大量罚金，并遭遇牢狱之灾。

“不管你招聘时多么仔细地甄选候选人，一些本不应该进入公司的候选人还是能够混进来，”合伙人乔·埃利斯多年来一直担任零售行业的首席分析师，他说，“我非常高兴看到部分表现糟糕的人离开了公司，没有什么比这更能增强公司的实力了。”想增强公司的实力就要远离那些不够优秀的人。雇用糟糕的高级员工的成本是其报酬的10~20倍。合伙人兼前任研究总监史蒂夫·艾因霍恩说：“雇用德才兼备的员工——品行优良、举止庄重、正直——对于专业公司的成功非常重要，但是这点经常被忽视。我们希望给研究员成功的机会，吸引到有才能的分析师，告诉他们如何成为行业中的第一名。如果他们工作足够努力，非常了解他们的行业，精心服务客户，公司会给他们升迁的机会。他们知道如何凭借自己的才能和动力达到事业顶峰。”

艾茵霍恩以公司如何成功躲避网络泡沫冲击为案例，解释了这一政策的重要性。杰克·格鲁曼早期是经常被投资银行业证券

分析师辱骂的信件投递员，后来曾经被高盛的投资银行家们考虑作为负责电信行业分析师的人选，并负责在这个日新月异的行业内的交易。格鲁曼具有投资银行家的视野，对于合规的看法与众不同。他希望能够脱离研究部的束缚，也不想对研究总监负责。艾茵霍恩回忆说，“将他引入到电信行业，凌驾于我们现有的分析师之上，而不是提拔我们培养起来的分析师，在我看来不够公平。并且，他是一个不太容易合作的人。”

艾茵霍恩解释自己为什么加入高盛：“高盛可以用三个关键词来描述——人性化、高强度、廉正——这也是我加入高盛的原因。除此之外，我没有考虑过别的。这听起来可能很老套，但是能够与你敬重并喜欢的人一起工作——不是部分人，而是所有人——是非常重要的。物以类聚，人以群分，同类人彼此互相吸引。在高盛28年的职业生涯中我非常满意。”

汉克·保尔森，鲍勃·赫斯特与其他人坚持公司应该聘请格鲁曼。乔恩·科尔津不想在这件事情上引起冲突，因此他退出了招聘过程。艾茵霍恩能够影响招聘结果，但是在第二轮面试中，艾茵霍恩的观点被驳回，公司给格鲁曼开出的条件非常诱人：2500万美元。但花旗集团总裁桑迪·威尔开出的价格远远高出高盛的，因此高盛非常幸运，格鲁曼去了花旗。不久之后，他的雇主花旗所罗门斯密斯巴尼公司，支付了高达4亿美元的罚金，这是有史以来“分析师案件”中最高的罚金，严重的利益冲突在此案中被揭露出来。

从战略上看，怀特黑德认为招聘最优秀人才是成为最好的专业公司的唯一途径，他很早之前就开始系统规划招聘那些最有潜力成为投资银行家的人。为了确保成功，他亲自进行校园招聘，争取每年招聘一到两名新员工。20世纪五六十年代，很少有华尔街公司面试MBA，因此高盛的竞争者很少。致力于建造高盛坚固内部系统的使命感，怀特黑德招聘那些“强烈的”明确表示非常渴求成功的人。评选基于三个平等的标准：1/3基于由成绩及SAT分数衡量的智力水平；1/3基于课外活动中所展示出来的领导

力；1/3基于成功的野心。

招聘网络大范围铺开；公司面试每一个感兴趣的候选人，因为一些人未来可能成为公司的客户。公司故意开价很低——与今天的15万美元相比——只有区区3600美元，即使通胀调整后还是非常低。怀特黑德坚持高盛支付的薪酬不能高于其他公司，甚至希望更低，因为公司能够以低薪聘请到最优秀的人才，这标志着高盛确实与众不同。怀特黑德执意聘请最出色的人才，对于那些自大的“明星”们不感兴趣——他在寻找那些能够坚持下来的团队成员。多轮面试——一些比较轻松，一些比较艰巨——是为了让候选人意识到高盛跨部门评选设定的标准，评估他心目中理想团队的概念，这很快成为高盛员工必备的与众不同的特性。

鲍勃·康韦回忆说：“约翰·怀特黑德知道招聘是我们有史以来最重要的事情，如果我们能够更快更好地组织起来，更加勤奋，拥有更多技能，我们就能更准确地识别并吸引更加优秀的人才。如果能够持之以恒，我们将会成为更优秀的组织，成为美国乃至全世界最优秀的投资银行。约翰的真正意思是——‘招聘是我们能做的最重要的事情。如果我们招聘做得不够好，那么在5年内，公司将会急速下滑，注定成为平庸之辈。’”

康韦对怀特黑德的话记忆犹新。按照原定计划，他应该去斯坦福商学院开招聘会，但是公司最重要的客户福特汽车公司出了件非常紧急的事情，康韦不知道该怎么办，他去找怀特黑德。“约翰，我不是全能的，也分身乏术。你觉得我该怎么办？去斯坦福还是去福特?”

怀特黑德想都没想，就脱口而出：“去斯坦福！福特的事情我来处理。”

康韦说，“这类选择显示出领导者真正信仰的东西。就是这样的决定使得高盛的招聘非常高效。”公司招聘的关键因素在于任命合伙人担任考官。当康韦外出招聘时，他经常查看其他公司的名单，看看什么人代表公司出席。“每一次都一样：高盛总是派出最高级的团队”。高盛不是寻找MBA中的前1/4名——或者前1/10名。长期来看，前5%和紧随其后的5%肯定存在着巨大差

异，因此公司只招聘那些最优秀的年轻专家，认真甄选那些具有领导力、激情及勤奋等工作特性的人。在最突出、最有能力的5%的候选人中，公司挑选出最能高效率合作的团队成员——开始是15~30轮面试，然后实习，通过直接观察，选出其中最优秀的1%或者2%的人。

高盛的招聘方法始于哈佛商学院，西德尼·温伯格在“二战”期间认识了后来成为商学院院长的唐纳德·戴维，当时戴维与哈佛财长、温伯格的最好朋友保罗·卡波特一起说服了温伯格开始在哈佛招聘。注温伯格很快同意每年招聘一名MBA。最早招聘进来的是约翰·怀特黑德，然后他开始负责投资银行的新人招聘。怀特黑德将全部精力放在哈佛商学院上，部分原因是他曾在哈佛读书，部分因为哈佛商学院是最优秀的商学院，曾经从公立学校退学的西德尼·温伯格是公认的“哈佛人”。

高盛希望招聘最优秀的学生，在其中寻找具有团队合作精神的机构领导者，他们必须具备某种特殊能力才能够从同龄人中脱颖而出。多年以来，哈佛大学一直都是公司优秀人才的重要来源，高盛的招聘范围也扩展到其他25家商学院。

在哈佛大学、哥伦比亚大学、沃顿大学、芝加哥大学、斯坦福大学与西北大学，高盛动用的招聘团队力量比任何其他公司都要强。任何一所学校，高盛一般都会派出12~15人的团队——通常由合伙人带队——每年都要拜访校方10次左右，因为校方最了解学生情况。这种持续的付出积聚了强大的能量。

衡量公司对招聘重视程度的最好指标是招聘负责人在公司的地位。约翰·怀特黑德在任时，他是招聘负责人。当弗雷德·克里门达尔负责公司财务时，他负责招聘。彼得·萨克斯也是如此。最重要的是，招聘从来不会分配给初级员工或者人力资源部门。高盛负责招聘的人员会与每家商学院的教授及前一年在该校招聘到的员工一起，识别出最优秀的候选人，进行第一轮历时半个小时的面试。面试通常会持续一整天的时间。下午结束后，高盛的招聘团队集合起来，圈定最优秀的候选人，这样每个人都知道当晚在最高档酒店举行的鸡尾酒招待晚会上哪些候选人才是焦点。

在晚会上，最优秀的候选人被精心介绍给那些专门乘飞机赶过来的合伙人。在两个小时酒会之后，高盛的招聘团队再次集合，决定哪些候选人将进入下一轮面试。第二天接到邀请的学生将参观高盛的办公室。

工资标准是认真确定下来的，标准基于该校前一年毕业学生的平均工资。公司严格遵守这个标准，从来没有过例外情况。高盛给的工资一般都低于其他公司。公司强调的是在高盛长期的职业发展机会，希望招聘进来的员工能够综合衡量各种因素，并且认为那些看重高薪的候选人将来会为了更高的工资离开高盛。对于公司而言，最坏的情况是将员工招聘进来，花几年时间进行培训，而其他公司开出的更高工资诱使这名员工最终离开高盛。

高盛是最先从顶级商学院招聘学生担任证券销售人员的公司。这对公司和招聘人员都能行得通，因为在高盛，经验丰富的销售人员的工资是华尔街其他公司销售人员平均工资的几倍。多年以来招聘销售人员是由理查德·门舍尔全盘负责的，他解释说："成功的秘诀总是相似的。仔细挑选优秀的人员，培养他们。"门舍尔花费了大量时间与精力挑选能力超强、善于团队合作的人才。优秀的员工能够遵守苛刻的守则，门舍尔负责每个员工的职业发展，使这些员工保持对他及公司的忠诚。

门舍尔是证券销售人员的最后一轮面试官。他靠这种方式掌控所有招聘的最终决策，并且清楚地表示，与其他部门负责人不同，他没有耐心卷入那些派系之争：如果某人被强加为证券销售人员的候选者，门舍尔肯定会拒绝这个候选人。为了显示出谁是最终的负责人，他可能会让候选人等很长时间。他的决定是至高无上的。甚至在选举伦敦地区的候选人时，门舍尔仍然坚持最终决策权，挑选出来的候选人被要求飞到纽约，进行一天或者两天的面试，但是实际上只是与门舍尔进行一个小时的会面。在20世纪80年代最高峰时，门舍尔面试了来自35所商学院的900个候选人，但只选出了23个。他唯一的评论是："优秀的人才加上高级培训，才能够生产出卓越的产品。"

费城地区的经理乔治·罗斯是一位卓尔不凡的观察员。他把

主要精力放在沃顿商学院上，与院长建立了亲密的私人关系，院长告诉罗斯商学院最优秀的学生都是谁。罗斯招聘那些拥有“极高发展潜力的”员工，包括埃里克·施瓦茨，戴维·福特，埃里克·多布金，及约翰·麦克纳尔蒂。

卢·埃森伯格先后在达特茅斯大学及康奈尔大学获得了学士和硕士学位。1966年，他恳请吉恩·默西加入联合基金协会时，默西问他是否愿意与鲍勃·门舍尔讨论在芝加哥或者圣路易斯开设分支销售机构的事情。埃森伯格出生在芝加哥，因此他非常感兴趣。薪酬上是这样的：基本工资为6200美元，加上20%的年终奖金，并且——以后可能会被安排到其他地方工作，因此他是纽约的“访客”——还有每周75美元在曼哈顿的生活费。当埃森伯格后来同意留在纽约时，门舍尔从埃森伯格的工资中扣除了之前用来偿还2000美元学校贷款中的75美元——削减了工资的25%。如此吝啬的成本控制在20世纪60年代和70年代的高盛非常普遍。

大规模招聘已经成为公司的传统。即使在60年代，鲍勃·门舍尔与每一位合伙人都参与面试，因为作为一个“家族式公司”，这是高盛的一贯作风。公司有很多机会评估应聘者的能力、兴趣与公司的匹配程度，并且应聘者能够在对公司有一定了解的基础上决定是否作出承诺。就像康韦所说：“当然，你可以说我们在面试上所做的努力有某种误导性。我们需要花很多时间完成多轮面试过程，在这一过程中，一些人才可能会流失，到其他公司工作，特别是那些拿到‘紧急’邀请函的应聘者，如果不在短期内接受邀请函，那么就会作废。”面试通常是随机进行的，主题和内容千变万化——从各种方面评估应试者的能力与品德，从多个方面考察应试者是否适合公司。

20世纪80年代，像高盛其他新员工一样，彼得·萨瑟兰对于公司复杂的面试过程非常吃惊。“作为国际部主席，我得知自己是第32个面试官，面试一位没有经验的新人，并且之前我收到的有关这位新人的所有电子邮件都是面试的一部分，这是迄今为止，我见过的最复杂的面试。更吃惊的是：这种极端的行为在高盛非常普遍。为了得到最优秀的人才不惜一切。”

合伙人迈克尔·埃文斯补充说：“我们与其他公司最大的差异在于重视留住人才。高盛对于专家的关爱程度是行业中最高的。我们雇用最优秀的人才，通过培训与指导，努力留住他们。”公司对于团队合作的超常重视，形成了一种持续的不屈不挠的风格，埃文斯认识到其中潜在的问题：“我们这种方法带来的负面效应是公司不能容忍步调不一的行为。”

高盛非常理解最优秀的人才彼此之间强大的吸引力，才华卓越的员工在变幻莫测的、复杂的、具有挑战性的学习曲线上展示出迷人的魅力，并认为成为无往不胜的团队中的一员是那么激动人心和令人精力充沛的事。当然，巨额的金钱奖励也非常有效，多年以来高盛给员工支付的工资远高于其他公司。高盛很快认识到，高标准、努力工作、长时间的磨合像磁铁一样将优秀人才吸引过来，他们保持对成功的渴望，特别是在他们相信是公平竞争的前提下。在1990年的年度总结中，公司宣称：“我们将继续尽力招聘最优秀的人才，保证他们接受良好的培训，努力工作，创造支持与鼓励员工成长的公司文化。我们将全力提升员工的价值。这是在时间和精力上的巨大投资，但是必将硕果累累。”

当然，付出总要求有所回报。1990年MBA的职业指导提出：“虽然我们给员工各种机会，但我们也希望能得到更多。我们的员工在高压的环境中长时间工作，周末也是如此。许多人天天在外出差。工作要求使他们作出了巨大的牺牲。我们希望员工能够信守对公司的承诺，因为他们对公司的价值至关重要。”

合伙人彼得·费伊回忆说：“我们的招聘过程非常严格，因为我们致力于成为最优秀的公司——具备优良传统。招聘过程是不断完善的。”20世纪60年代，公司开始招聘哈佛大学一年级优秀新生，提供暑期实习机会。这提供了近距离观察每一位暑期实习生的态度、品行及进取心的机会。从每年招两名“暑期实习生”开始，80年代，公司实习生数量增加到几十人。招聘暑期实习生给公司带来低成本的甄选候选人的机会，也是一种长期评估候选人的有效方法。那些在高盛工作，然后回到研究生院继续读书的学

生，成了帮助公司遍布各个学校，搜索其他优秀的、具有团队合作精神、在公司内谋求职业发展的人才的强大网络中的一分子。

70年代后期，招聘扩展到没有接受过研究生教育的本科毕业生。“高盛非常强调数据的精确度，”费伊说，“我们不轻信标准普尔等公共数据库，因此我们需要聪明的初级人员进行数据录入工作。所以出现了辅助项目，我们引入大量顶级学校的本科毕业生从事这项工作——很快发现他们能够做更多更有价值的工作。”

随着人才竞争的加剧，招聘甚至开始扩展到刚刚读完大学一年级、寻找暑期实习的学生。这些学生中的佼佼者被邀请参加三年的辅助项目工作，这些项目专门为那些希望进入商学院的大学生所设计的。那些在技能、工作动力、信守公司文化等方面表现最突出的学生将得到MBA培训生机会。表现最优异者将会被提升，承担更多责任。那些跟不上的学生将会被淘汰。公司会采用多种方式评估这些学生的能力、动力及责任感，最具有领导才能的那些人可能会成为合伙人，负责严格的、程序化的招聘过程。多种评估及直接观察方式相结合，出错的概率非常小，成功率出奇的高。这种系统化的招聘占据招聘总次数的75%~80%，另外20%~25%的机会留给那些“旁门左路”进来的人——比如罗宾·纽斯坦因。

在高盛，本科毕业生从早上8点工作到晚上6点，晚饭的时间非常短，然后继续工作到晚上9点或10点。直到凌晨——甚至早上2点时——办公室仍然非常繁忙。工作狂处处可见。

招聘本科生比招聘MBA的风险更高，如今绝大部分候选人在进入商学院之前已经有过3年参与辅助项目的工作经验，有一部分人本科时就已经在公司工作过一个或两个暑假了。即便如此，高盛还是会花大量时间面试与评估每位候选人。当新员工到高盛时，他们将被迅速灌输公司的文化与纪律，这是头等大事。

从公司内部提拔高层员工是高盛长期以来的传统，这对于团队合作的文化至关重要：忠心耿耿；把公司放在首位；为高盛奉献毕生精力。不管个人表现得多么优秀，高手云集的团队肯定不如经验丰富的团队优秀。团队合作需要时间与磨炼，谁适合担任

哪种职能，谁担任团队的领导者能够使团队更好地运转。“优秀人才的流失具有极强的破坏性，”理查德·门舍尔说，“一方面是因为中断了与客户的关系，但更严重的是突然失去了彼此的亲密感、信任、团队间的协调等最优秀公司的标志性特点。”有能力与野心的员工应该认识到他们一旦对公司许下承诺，公司会保护他们的职业生涯不会被外来者干扰。只有当理智、智力与感情三者融合在一起时，才能构建整个公司。高盛一直都是从公司内部提拔人才，很少有例外情况发生——除了在非常环境下，比如进入新市场或者快速扩展新业务时。

对公司高度的忠诚有时会演化为挑衅性的行为，并且不止一次。70年代末在斯坦福大学的招聘会上，一名高盛招聘人员询问一位女性候选人：“假如你需要很长时间从事一宗复杂交易——这对你的职业发展非常重要，你会为了工作而离婚吗？”这个粗鲁的问题激怒了斯坦福大学的MBA们，这件事也很快传到了约翰·温伯格的耳朵里。

鲍勃·鲁宾为此辩解，“但是，约翰，他还很年轻。他只有25岁，不可能不犯错误。”

“嗯？我25岁时，已经率领海军打仗了。25岁的人应该足够庄重，拥有一定的判断力，而不是像个傻瓜一样说出那种话！”

这一事故是非同寻常的，但并不是唯一的一次。20世纪70年代，公司告知詹姆斯·小科菲尔德不能入选的理由是他是非裔美国人。科菲尔德起诉了公司，最后庭外和解。公司当年也因此被斯坦福大学拒之门外。持续的成功能够打造公司的优势，但也容易滋生出问题或者暴露出新的弱点。在70年代末的年度投资银行计划会中，约翰·怀特黑德非常担忧地强调：“我今晚脑子里只有一件事情。这让我非常困惑，我找不到解决问题的办法。它已经对我们的竞争对手造成了巨大伤害，也会危及高盛。我发现一种严重的流行病，甚至会摧毁一家专业公司。我们非常聪明，能够阻止它在我们公司的蔓延。这种流行病有个我们不喜欢的名

字，但是我必须得说出来。这就是……骄傲自大。如果你们有任何能防止骄傲自大的方法，请告诉我。谁想第一个发言？”

有一个人举手。怀特黑德转过头去看着这位年轻的银行家。“你想说什么呢？”

“约翰，只有一种有效的方法能解除你的忧虑。”

“是什么？”

“招聘平庸的员工。”

---

1. 几年之后，特南鲍姆的儿子致电给米尔肯——在他父亲推荐下找工作——当时米尔肯正处于垃圾债券事业的顶峰。米尔肯非常直截了当：“如果你想来就来吧。我欠你父亲的。如果你打算在这工作，接下来5年中你需要每天早上4点开始与我一起工作，也就是纽约时间7点钟，工作到晚上5点或6点，每周7天，并且要随时等待我的电话。这段时间你必须听我的。之后，你会体会到商业的冷酷，也会赚到一些钱。”年轻的特南鲍姆没有接受这份工作。

2. 20世纪20年代，高盛是最早招聘哈佛MBA的公司。大衰退中止了招聘过程。

31 乔恩·科尔津

很多高盛员工都很喜欢乔恩·科尔津身上那种随和、谦逊的风格，他留着络腮胡子、经常穿着毛背心、对篮球有着浓厚的兴趣，平易近人。人们习惯了他的这一形象。跟科尔津在一起让人感到很放松。当科尔津1994年就任新职位时，他的朋友们知道他实现了多年以来的心愿：成为高盛公司的高级合伙人。他给自己制定了一个时间表，并且按照计划行事。高盛公司上市战略是科尔津想成为高级合伙人的重要推动力。由于曾经担任过公司的首席财务官，他清楚地认识到如果公司不进行变革的话，就不可能在日新月异的全球金融市场中取得成功。作为一名成功的债券交易员，他曾经说过“我从未亏损过”——他明白如果公司资本金足够雄厚，加上严格的风险控制和多样化的投资策略，那么固定收益自营业务的赢利会非常可观。

如果没有上市给公司提供雄厚资本金，公司就会被竞争对手打败，尤其是那些庞大的商业银行和全能外资银行，都在拼命地向承销和证券交易领域进行疯狂的扩张。而且，公司也一直面临着不可预测的巨大风险，这些风险吞噬了许多一度非常著名的公司。凭借在市场多年摸爬滚打的经验，科尔津知道，如果高盛公司资本金非常雄厚，那么将在全球的自营交易中获取大量的利润。如果没有雄厚的资本金做支撑，那么在创造大量利润的同时也会增加大量不可预测的风险。对公司的发展全面评估后，他得出一个结论：公司的未来——是弱小或是强大——取决于资本金规模。

为了准备公司的公开上市发行，科尔津要做的第一件事情是削减成本，提高利润率。不祥的是，1994年第四季度公司出现了亏损。但是实际情况更糟糕：在提取了现任合伙人应得报酬、支付退休合伙人工资、向住友银行以及毕晓普地产公司注资之后，现任的合伙制公司全年出现了净亏损。

科尔津明白他的目标：高盛公司需要重返财务稳健的轨道上，获得新生力量。他对自己和公司的理念充满了信心，凭着对金融领域的深度了解，以及作为一名公认的成功交易员，科尔津成了公司危机之时的领导人，带领公司前进。他具备了一些特有的优势：工作狂、为了高盛的成功能全力以赴、毫不松懈、一旦确立目标就不再为其他事分心。但他的强项也是他的弱项。

为了增加公司利润，科尔津的第一步是摆脱自营债券交易的巨额亏损——亏损额共计25亿美元——将公司的运营与财务重新变得具有可控性；公司在地域和产品线的扩张过程中积累了高达36亿美元的运营成本，他的目标是将运营成本削减10亿美元以上。在前两年中，员工人数增加了1/3，从7200人增加到9400人。削减成本意味着裁员与减薪——无论在哪个地方这都是很困难的事情，尤其是对高盛而言，公司的传统是保障员工不被裁，而且史蒂夫·弗里德曼的离去、近40名合伙人的离职、赢利下降已经使公司士气十分低落。1994年10月，本润公司及固定收益部门在9个月内赢利下滑了约70％，公司意见达成一致，打算裁员450人，约为员工总人数的5％。不久裁员总数扩大到1000人，接近员工总人数的10％。固定工资减少了一半，年底奖金从工资的30％削减至8％——这是20年来的最低水平。

但是科尔津不仅仅关注于削减成本。他非常渴望扩张，为个人发展创造机会，这将吸引与留住最出色的人才。10月，58名员工——迄今为止数量最多的一次，比1992年多出了2/3——加入到151名的合伙人队伍中。被提升为合伙人的员工数量的大幅增加，缓解了当年奖金剧减的负面影响，这有助于留住公司的人才。不论其所在部门业绩如何，新的合伙人都拿到了50万美元的奖金。

科尔津提倡重构高盛公司，大规模进行扩张。就像他解释的，若公司能维持一定水平的增长率，公司的利润将在10年内登上新台阶。在全公司计划会议上，他在幻灯片中提到公司的利润将达到100亿美元。当时许多人持怀疑态度。但是10年内高盛公司的净利润真的达到了100亿美元。

除了削减成本，科尔津遇到了另外一个挑战：使自己成为客户、合伙人以及掌握公司大权的管理委员会眼中的高级合伙人。每个主要部门都会有一个代表加入管理委员会。即使管理委员会的成员数量已经达到12人，也还是没有能够覆盖公司所有重要的业务部门，并且有些人认为批准部门代表加入管理委员会的进程太慢了。为了提高效率，科尔津作出了两个改变。为了提升公司决策效力，更好地履行公司代表的职能，管理委员会更名为执行委员会，成员人数从12名削减到6名：科尔津、汉克·保尔森、约翰·塞恩、罗伊·朱克伯格、戴维·塞芬和鲍勃·赫斯特（一年以后，当塞芬离任的时候，科尔津推举了约翰·索顿）。这个领导小组很快就向公司证明其决策速度得到了改善。索顿与塞恩曾在伦敦一起密切工作，塞芬与朱克伯格曾共同担任证券部门的负责人。

为了提高管理与领导的参与度，科尔津成立了两个新的委员会——每个委员会包含18名成员，其中包括新成立的执行委员会的部分成员。科尔津被任命为两个委员会之一——合伙人委员会的主席，负责管理合伙人政策和合伙人的甄选条例，以及检查与评估公司的资本结构。保尔森作为另外一个新委员会——运营委员会的主席，负责促进合伙人及部门之间的沟通，协调各部门的运作，准备年度预算报告，批准新业务计划，以及保证“引入外部战略合作伙伴”。科尔津解释说他希望合伙人之间的合作更加广泛，帮助推广公司文化以及公司的目标。三个委员会的成员都代表整个公司的利益，而不仅仅是他们自己部门的利益。但是怀疑论者对科尔津新成立的两个委员会的真实目的和掌握的权力忧心忡忡。

作为一个债券交易员，科尔津一开始对开发客户关系毫无兴趣是可以理解的，但作为一个敏锐的政治家，奇怪的是他很少关注新的执行委员会，也不把委员们放在心上，特别是汉克·保尔森总裁。第一年公司的成绩非常令人满意，两个人之间的关系明显变得紧张起来。“科尔津必须提拔保尔森，两人平起平坐，不然的话两人中肯定有一个要离开公司。”约翰·索顿解释说，“这个结构是不稳定的，特别是考虑到他们各自的性格。他决定提拔保尔森，但是并没有让两人的地位平等，因此注定了会有一个不开心的结局。”

不需要正式的宣布，每个人都知道科尔津打算将公司上市。他做的一切努力使得上市并不那么遥不可及。公司改制为有限责任公司。这意味着个人承担有限责任，就像住友银行及毕晓普地产公司一样，所需承担的最大债务是公司的资产（个人投资及房产理论上是安全的，但是由于高盛公司员工将超过85%的个人资产都投资到了公司，因此实际上对于绝大部分合伙人来说没什么区别）。合伙人领取奖金的期限延长了，年景好的时候，合伙人的部分奖金将会存入到期限长达8年的长期资本账户中，然后分3年发放。科尔津的主要目标就是推动高盛上市。他找合伙人逐个谈话，为他认为正确的事情赢取选票——对于高盛和他本人来说是正确的事。

科尔津也改变了职位称呼。他在向别人介绍自己的时候——特别向外界媒体介绍的时候——称自己为公司的CEO。最大的变化是去掉了合伙人的称呼，将所有合伙人和经验丰富的副总裁统称为董事总经理（MD）——这是已经上市的竞争对手经常采用的称呼。长期以来公司内部都有怨言，那些投资银行家们在跟客户开会的时候，"副总裁"的称呼显然没有"董事总经理"说起来更让人印象深刻，为此公司失去了很多业务机会。拥有董事总经理的职位后，这些副总裁的工资涨了，随之而来的还增加了一些福利：办公室跟合伙人的一样宽敞，可以去合伙人餐厅就餐，参加合伙人会议。在年报中，董事总经理按照字母顺序排列，不管他们过去是不是股票合伙人，都能够得到相应的股份，分享公司的利润。在公司内部，新的职位被嘲笑为"合伙人概念"，但是公司接受了这一实质性的变动，因为公司规模在扩大，产品线越来越多，向更多的市场渗透，这些都要求庞大的资本金和更加正式的组织架构（董事总经理内部分为两类："参与"董事总经理是合伙人；"执行"董事总经理不是）。董事总经理的称号也关系到横向招聘：相比合伙人的职位来说，候选人更容易升到董事总经理的职位，而其他公司的董事总经理也不会愿意为了区区一个副总裁的职位而跳槽。

1995年，合伙人已经清楚理解了上市意味着什么，并且更重要的是，他们已经接受了上市这一想法。一些竞争者纷纷上市，如摩根士丹利、美林、所罗门兄弟公司都通过上市获得了竞

争优势。通过上市获取长期资本金的战略思想也得到了大家的认同。而上市带来的业务机会——在这个时代，这一点越来越重要，越来越有说服力——合伙人的规模、自营交易、昂贵的计算机系统、巨额长期自营投资等，都要求投入大量的资金。交易头寸增加的同时，风险也超越了以往任何时候。随着合伙人的稳定流动，巨额自营投资产生回报的时间一再延迟，投资的风险与收益之间的相关性不断被削弱。1995年公司利润反弹至13.7亿美元。合伙人与员工意识到最坏的时候已经过去，而且正在逐步好转，他们对公司的未来充满了信心。而最主要的问题是，高盛能否为不断扩张的目标与新的发展机会提供足够的资本金。

随着公司规模的不断扩大，业务更加多元化，地域分布更加复杂，合伙人之间见面或一起工作的机会越来越少。古老的“家族式”合伙人要求的紧密的个人联系显得不那么重要了。“在大量裁员又大规模招聘新员工之后，公司里出现了许多新面孔，员工之间相互不认识，对高盛文化形成了新的冲击。”合伙人罗宾·纽斯坦因回忆说，她一场又一场地宣讲公司的历史和价值观，希望能形成强大的凝聚力。法兰克福的合伙人可能不认识新加坡的合伙人，也完全不知道他为公司做了什么。可以理解，新的合伙人与那些退休或者即将退休的合伙人相比，对于神秘的合伙人文化了解不够深刻。一些变化产生了深远的影响：许多合伙人离职，约翰·温伯格，鲍勃·鲁宾，史蒂夫·弗里德曼都离开了公司；公司组织架构产生了新的最高权力机构；收购本润公司带来了全新的业务，也带来了几个新的合伙人；1987年住友银行及1989年毕晓普地产公司对公司注资。[注]业务及竞争的本质都在发生重大变化。在客户、竞争者以及市场方面，业务均实现了全球化，公司资产负债表规模不断增加。限制性的监管措施纷纷取消，科技将一度独立的市场联系起来，竞争者的规模在迅速扩大。

上市能够提供公司自营业务必需的资金，公司也需要足够的资本金来保护已形成的竞争优势：形势严峻的时候避免公司合伙人匆忙离开公司，保护公司资产负债表不被强大竞争对手所击败，避免重大交易损失等小概率事件的发生，或者是避免本润这样的大公司在发展过程中资金流失的情况。马克斯韦尔事件的巨额和解费用作为案例在公司内广为传播，就像是1994年公司出

现的几十亿美元交易亏损一样。

1995年，科尔津花了很多时间说服合伙人，让他们认识到公开上市的重要性，并且依次向他们寻求支持。因此，所有的合伙人都知道了他的立场。1995年1月，科尔津和保尔森在运营委员会和合伙人委员会上正式提出上市计划。出人意料的是，这像是扔了一颗重磅炸弹。即使上市能给这些高级合伙人带来最多的金钱回报，但他们还是反对上市。如果高级合伙人不支持，上市计划也就不会得到所有合伙人的批准。但是科尔津已经把上市提上了全体合伙人会议的日程，合伙人会议将于两周内在纽约州拉伊市的箭木召开。

随着箭木会议的临近，内部的反对声音越来越多。继科尔津之后任财务总监的约翰·塞恩，凭其理性、聪明、客观判断而深受合伙人的尊敬，他公开反对公司上市。保尔森与索顿支持塞恩的立场，因此执行委员会内部被分成3：3对立的两派。这不是一个好兆头。资深的全球股票发行定价专家埃里克·多布金指出，因为公司大部分利润来自交易业务，因此IPO的定价会低于市净率的2倍——远低于摩根士丹利市净率3倍的市场估值。就在包括执行委员会成员在内的其他成员强烈反对IPO时，多布金提出了这样的观点。他预测的低价打消了部分合伙人对IPO的积极性，也给科尔津施加了很大的压力，科尔津未能打败传统的“精神上”的忧虑：尊重并保护合伙人的价值观，而这一价值观对于招聘优秀人才、保证客户信心、引导业务运营方面有重要的作用。

1996年1月，在箭木召开的为期两天的会议上，科尔津依然忙着有关上市工作。星期五他针对IPO作了详细的资本结构分析。他打算在星期六的会议上进行全体投票表决，届时将作出以“让我们开始吧！”为题的主题演讲。科尔津显示出其政治家的天分——这也是他后来成为议员及政府官员的先兆——他就IPO跟每一位合伙人进行了私人谈话，了解所有合伙人的想法。就餐时和餐后，他接着与合伙人密切交谈，特别是那些来自海外分支机构的不经常见面的合伙人。

合伙人对于IPO的讨论仍在继续，但是科尔津很清楚地认识

到，虽然他整个周五都在尽力说服合伙人，但是离他周六需要的票数还差得远。执行委员会周五晚上召开的会议也印证了这一点。委员会会议于半夜两点结束，科尔津起身去酒吧喝饮料放松了一下，酒吧里已经聚集了一群银行家。醉醺醺的他们火冒三丈，对于IPO达成的一致意见是：没门儿！

几个小时以后，周六早上7点，鲍勃·赫斯特敲响了罗宾·纽斯坦因的房门，告诉她周五晚上发生的一切，让她一起去见科尔津。周六的日程已经提前安排妥当并告知了各位合伙人，科尔津将在早上发表演讲。这早已是敲定的事情了。为了打击反对的声音，他该说些什么呢？科尔津和纽斯坦因迅速地讨论哪些该说，哪些不能说，怎么说。科尔津在黄纸条上写下需要讲的一些关键句子、开场白及结束语。

当他到会议室的时候，科尔津发现年轻的合伙人们已经准备好了他们的反对词。他们一个接着一个起身发言，反对IPO。一个小时后，科尔津走到主席台，抛出了他和纽斯坦因商量好的措辞："我们不准备IPO。以后不再讨论IPO的事情。结束了！"

他做得对。公司有史以来第一次，所有的合伙人都起身为他们的管理合伙人而欢呼。接下来的那些日子，祝贺的信件如潮水般涌来："我们为你感到骄傲！""我从未感到如此热爱公司，谢谢你！""你曾经是——现在也是——一个伟大的领袖。"

但是那些了解科尔津的人知道IPO不会就这么结束的。虽然他不可能强迫大家这么做，但是他从没想过要放弃。即使没有正式投票，科尔津也会在这次议案中败北——但是他坚持打持久战，并取得了重大胜利。几乎每个人都感受到了这一点。"每个人都想分享利润，保护他们在公司的地位，并且赚上一笔，"一个较老的合伙人解释说，"每个人都作好了防御准备。整个公司的步伐变慢了，每个人都摩拳擦掌地想要保住自己的位置。这令那些想升职的低级别员工非常困惑。"

虽然IPO的计划破产了，但是科尔津成功地将公众持股的话题从"不能提及"转向公开及充分的讨论。越来越多合伙人意识到永久资本金对公司的重要性，一旦与个人追求更多财富与权力的

意愿结合在一起，就会产生混合反应。与此同时，反对的声音逐渐消退。合伙人之间不再像以往那样亲密无间，传统的力量失去了魔力。在规模小、相互密切联系、风险资本金少的公司中，合伙人结构运行得非常有效——合伙人制度将高盛公司从不起眼的小公司打造为全球金融业的领导者——但随着公司规模的不断扩张，更多的合伙人开始在伦敦、巴黎、法兰克福、东京、中国香港、新加坡和其他很多合伙人并不熟悉但却有很多重要客户的市场中工作。

一些老的合伙人争辩说IPO不能做到对所有人保持公平。公司一部分的价值来自过去，另外一部分来自未来。过去的合伙人打造了公司的地位、信誉及商标，开发了大部分业务及客户，这些构成了现有利润的坚实基础。因此，如果IPO只是留给现任者——或当前在位者的话，对于已经离开公司的人并不公平，或者可以说是不对的。

另外一些人认为IPO投资者购买的是公司未来的赢利能力。将所有的财富出售给现在的投资者，意味着牺牲了合伙人的未来。这会减弱公司对最优秀人才的吸引力，这对于维持高盛公司在多种业务上的全球领导地位非常重要。对于这些人来说，IPO毫无疑问会剥夺公司的未来。这可能不会马上显现出来，但肯定会造成不可挽回的损失。

约翰·怀特黑德与约翰·温伯格给所有合伙人写了一封精心措辞的、长达数页的信，表达了不希望上市的想法。科尔津大声地读给合伙人听。很显然他们看起来备受尊重，但是他们的时代已经一去不复返了。他们不再是掌握大权的领导者。实际上，他们的言论在公司里越来越没有分量——随着时间的流逝，更多的合伙人都意识到了这一点。当几年后怀特黑德被问到，他和温伯格作为资深的投资银行家，肯定经历过许多历史悠久的合伙制公司上市，为什么他们当权的时候，没有修订合伙人制度，以保证未来公开上市时对所有合伙人公平。对此，怀特黑德回答说：“在公司上市的时候，有108个已经退休的合伙人。当我1984年退休的时候，只有80个在任的合伙人，12名退休的合伙人，因此情况发生了很大变化。这是我们从来没有慎重考虑过为假设的IPO

修订制度的原因。”

IPO计划被推迟，但是依然还有一丝希望，在高薪面前，年轻人想成为合伙人的迫切希望使他们意识到他们急需找到一个领路人，寻求支持者，不犯错误，不与人为敌。那些渴望成为合伙人的员工努力增强自己的公关技巧、建立联盟及筹集资本。这种“政治”需要时间、精力及注意力——将占用构建客户关系及新业务的有限资源。公司上下，以前全部都放在客户身上的所有时间、精力与注意力，现在被一分为二：50%放在客户身上，50%用于提升自己的公司地位。“关注于公司内部更加重要”，一位著名的合伙人说。虽然IPO能给每位高级合伙人带来高达1亿美元、2亿美元，甚至3亿美元的现金，但他们都知道其中包含的风险也是非常巨大的。

合伙人之间的关系紧张起来。工作时间较长的合伙人成为有限合伙人后，工资远远低于他们培养起来的那些继任者，以及刚刚接替公司领导地位的合伙人。一直以来，推动上市的驱动力部分是公司的战略，部分是出于个人的财务考虑。将两者分开考虑是很重要的。就像摩根大通所观察到的那样：“每个人做事情都有两个重要的原因：一个体面的原因，一个真正的原因。”

支持IPO的合理商业理由，掩盖了合伙人对于个人财富将会增长多少的猜想。另外一个推动力是有效的“现实”假设：如果我们不做，下一伙合伙人在遇到同样问题的时候，肯定会做。因此现实一点吧，你说“不”的同时就等于把你和家人即将到手到的财富拱手送人。其他没有任何变化。10年，也许5年以后，除了你和你的家人，没人会在乎这些，你送给他们钱的那帮家伙更加不会在乎。

科尔津一直在等待时机重提IPO计划，但是他不打算平静地等待。他一直催促合伙人支持IPO计划，特别是在一对一的会议中。“科尔津一个一个地拉票，”一名合伙人回忆说，“他把每个合伙人带到办公室，告诉这个人他能拿多少钱。”科尔津打了无数通电话，参加了多场会议，以各种方式提起IPO。他向很多合伙人通风报信，“IPO之后我们还将一起工作很长时间”。科尔津的

话语间流露出高级合伙人支持他、与他合作的重要性——但是他从未作出任何正式承诺。公司内政治争斗日渐升温。“我告诉乔恩·科尔津，上市产生的公司内拉帮结派的现象可能要花10年的时间才会消失，”约翰·温伯格说，“大家有点太急于求成了。”支持IPO的人数不断增加。丰厚的利润率以及公司赢利的强劲增长，将使得估值的市盈率较高，这意味着如果公司上市，合伙人得到的将更多——而拒绝上市的话，等于是把到手的钱拱手送人了。

1997年，其他投资银行的扩张与合并严重威胁到高盛公司。摩根士丹利公司与零售股票经纪商添惠公司合并。所罗门兄弟公司与旅行者集团合并——一年后与花旗银行合并，成立了花旗集团。美林公司以52亿美元的价格收购了英国最大的基金管理公司——水银资产管理公司，该公司是欧洲最著名的基金管理公司之一，管理着1 750亿美元的客户资产，业务遍及整个欧洲。瑞士银行收购了华宝证券。德意志银行进行了一系列的战略收购，招聘优秀人才，向投资银行和证券交易领域疯狂扩张。其强大的金融资源——包括超过250亿美元的未披露储备金——能够轻松地承担大型投资损失。全球银行的资产负债表在向投资银行和证券交易领域渗透，全球监管方面的限制也在逐步放松。竞争的中心转向永久资本金及庞大的资产负债表。

“竞争在加剧，”科尔津观察道，“最前沿的技术、时刻把握住全球市场机会、创新型产品及服务的推出，以及致力于为客户提供贴心服务，都会产生溢价。如果公司打算在不可避免的经济下行周期中生存，特别是行业衰退已经出现苗头时生存下去，公司需要重新关注风险管理，以及财务健康。[注]平衡企业家精神及财务稳健之间的关系，这是成功的基础。”

竞争对手在变化，行业也在发生变化——更加国际化，需要更多资本金投入到交易与信息科技中，财务风险在增加——公司的业务与赢利方向正在从委托（代理业务）的投资银行转向以风险资本为主的自营交易商。历尽周折，合伙人从反对IPO转向支持IPO。50年前，公司在债券业务线上只有一名合伙人；而到1998年进行IPO投票时，固定收益部门有53名合伙人，他们以

51：2的票数赞同IPO。公司沉浸在交易的文化中，交易的一切产品均按市值计价，他们转变为现实主义者，不再迷恋于传统。

1996年对于公司而言是个收获的年头，1997年更好一些。高盛公司在德国电信公司130亿美元的私有化过程中发挥了关键作用，中国电信的私有化并购成为当年最大的并购案，克莱斯勒与戴姆勒–奔驰公司进行了380亿美元的合并。公司利润超过了30亿美元，净资本回报率超过50%——远远高于行业36%的平均水平。

如往常一样，科尔津时刻关注全球市场的变化，他每天早上都要查看主要市场的行情：6点15分打电话给纽约的劳埃德·布兰克费恩，6点30分打电话给伦敦的帕特·沃德，6点45分会往亚洲办公室打电话。并且，如果需要作出重要决策，科尔津会在凌晨2点30分、3点30分、4点15分分别打电话给上述地区。自然而然地，需要做决策的分支机构都会打电话向科尔津求助，这提升了他的运营能力，以及在高盛公司的领导力。

并不是所有的电话都来自交易市场。1996年，科尔津收到了英国主要客户沃达丰（Vodaphone）的CEO克里斯托弗·詹特发来的一条愤怒的消息。沃达丰打算终止与高盛之间的业务关系，原因是高盛没有事先与沃达丰沟通，就承销了其主要竞争对手奥仑治（Orange）12亿美元的IPO。科尔津马上给詹特打电话致歉，詹特后来回忆说："之前我们已经就他们应尽的义务达成了共识。我希望他们忠于我们。"

虽然合伙人是一个法律组织，但是合伙人的效率依赖于合伙人之间的非正式的个人关系。随着合伙人规模的扩大，个人之间的联络减少，组织的活力发生了变化。之前的亲密无间蜕变为仅仅是相互熟悉；沟通也不再清晰、迅速与有效；合伙人之间的相互关怀也荡然无存。合伙人制度仍然存在，但个人之间的联系减弱了，并且关系紧张、产生误解、伤害感情、意见不合等现象经常发生。科尔津坚信他会最终战胜其他人，他把自己比做是花旗集

团的桑迪·威尔，并立志成为华尔街公认的领导者。“他不仅仅认为自己是正确的；而坚信他自己是正确的，”鲍勃·赫斯特说，“这非常危险。”

科尔津就任高级合伙人时，所有人都认为他会任职很长时间。合伙人一致认为：未来几个月乔恩·科尔津将挑选他的领导团队。种种迹象表明科尔津在公司获得了强势地位：利润增长非常迅猛；对毕晓普地产公司获得股权投资担保；越来越多合伙人认识到在收购案或者嘉奖突出贡献员工时，使用永久资本金加上股票的效果甚至好于合伙人的职位。高盛资产管理公司的赢利激增，交易获得的利润非常丰厚，同时相应竞争对手的市盈率乘数处于高位，追求个人财富推动着更多合伙人支持IPO计划。而IPO的目标就是为了获得权力。

科尔津在公司内备受欢迎。但是在执行委员会内，重大的变化引发了正面冲突。

“科尔津的想象力太丰富了，”鲍勃·赫斯特回忆，“他认为高盛的规模还不够大。”

科尔津向众人宣布：“我是一个扩张主义者！”他打算发动一系列规模较小的投资管理领域的收购，开始与荷宝（Robeco），惠灵顿（Wellington），格兰瑟姆–马友–奥特鲁（Grantham Mayo Van Otterloo）等几家公司进行谈判。科尔津预测将商业银行和投资银行分业经营的《格拉斯–斯蒂格尔法》将被废除，他与摩根大通公司的CEO、大通曼哈顿公司的CEO、美国信托公司的CEO，以及梅隆银行的CEO都进行了对话。注 在主动与商业银行接触之后，科尔津经常会告诉合伙人其实都是对方主动与他联系的。科尔津视自己为公司的CEO，他认为这些战略举措符合他的地位与权力，但是他的合伙人们——特别是执行委员会的那帮家伙——强烈反对他这样做。就像他们认为的那样，他们才是高盛公司的最高权力，因为他们代表了整个公司，并且在委员会内奉行一人一票的平等制度。

其他人发现，科尔津整天都不在公司，而是穿梭于各家公司

和银行，结识相关人士，就合作关系或是可能的并购探讨各种问题。他独立的战略主动性，以及随意、即兴的决策方式，都给人们留下了深刻印象。科尔津经常凭直觉办事，给人留下的印象是过于草率，不按程序办事，而保尔森经常会深思熟虑，提前将各种事情安排妥当。“科尔津经常是即兴而为，”鲍勃·斯蒂尔回忆说，“他不是有章可循的，因为他需要做的事情太多了——多得可能全部做不完”。

科尔津与梅隆银行的对话引起了执行委员会的强烈不满。当科尔津与梅隆的CEO弗兰克·科休特周末进行了秘密会谈后，一位合伙人称他感到非常震惊，因为科尔津没有权力这么做，并且他对并购的做法也说明他是多么天真。索顿回忆说：“作为公司的CEO，你不应该主动要求与对方见面。这是非常糟糕的策略。相反，你应该营造一种气氛，这样别人就会找上门来——并且来求你。一位技能高超的CEO最不应该做的就是独自出马而遭到别人拒绝。注你经验不够丰富，不懂得如何在并购中发挥CEO应有的作用。你应该自律，自我反省一下。你不懂规则。并且，乔恩，你不是CEO——这是一个合伙制公司。你只是我们的高级合伙人，并不是我们的CEO。管理委员会——从格斯·利维年代开始——是合伙制公司的负责人。你不能自主决定与其他公司进行合并。而且，你没有并购方面的经验，不知道如何处理高层之间的探讨性问题。”

约翰·温伯格警告科尔津远离大通公司。“科尔津打算与大通曼哈顿合并，我告诉他：‘如果你找比利·哈里森谈话，他会告诉你他现在癌症晚期，一年内就退休了，在他退休前他会推举你为公司的CEO。但是他已经跟至少50个家伙都说过同样的话了，但其他人都懂商业银行——而你对商业银行一无所知。你要是不懂商业银行的核心业务，他们会害死你的。而且，他们会将高盛的员工安排在各种工作岗位上，留下优秀的员工，将其余的解雇掉。没有人会支持你。商业银行将是合并后最主要的业务，因此下一任CEO会从熟悉商业银行业务的人选中产生——你是不可能的！”

“打造最优秀的公司与利润最大化这两者之间的均衡关系发生了很大变化，”一位高级合伙人解释说，“二三十年前，我们知道如果要打造伟大的公司，利润肯定会下滑。如果我们是最优秀的公司，雇用了最优秀的人才，那么必然会带来高利润。但是上市公司需要披露季度报表，公司关注的焦点就要转移了。”

上市将使得薪酬制度变得更加灵活，因此塞芬开始倾向于上市。“给予表现最优秀的员工最好的奖励，”他说，“但是你需要留住那些对关键的交易或者开发新业务方式起到决定性作用的优秀人才，并奖励这些人。这是我为什么支持公司上市的原因——公开发行股票使所有人面对共同的利益目标。”

塞芬深深热爱着公司，他认识到，担任主要业务部门的联席负责人以及管理委员会的一员已经是他事业的顶峰。他赚的钱超出了他的想象，50岁的时候，他有足够的时间从事第二职业。作为一个熟知市场的现实主义者，他作了决定：是时候离开了。

塞芬向科尔津清楚地表述了自己的想法。这两个人一向不那么亲近。他们没有一起亲密地工作过——一个在股票部门，一个在固定收益部门——他们的个人风格也不相似。塞芬非常细心、专注、精细，而科尔津更加开放，是个爱冒风险的人。塞芬曾经希望科尔津会请求他留下来，甚至会给他更多的激励，但是科尔津连提都没提。他只是简单地说他理解。“你干得非常棒，戴维。当然，这是你的决定。没有问题。”塞芬离开公司对于科尔津没有什么直接影响，却间接导致了科尔津后来被赶出高盛的管理委员会。

上市将推动高盛成为行业的领导者，带动合伙人致富，执行委员会的委员们也会从中牟取暴利。具有讽刺意味的是，科尔津在推动公司完成上市过程中给公司施加的压力，成了他日后下台的重要因素。科尔津后来说：“卷入上市之争并不轻松。我不能将上市拖延到15年后，没有时间等待积累起更多的财富。”

---

1. 唐·甘特负责1987年的谈判，乔恩·科尔津负责1989年的谈

判。

2. 科尔津要求合伙人鲍勃·利特曼研究风险管理，开发全面的风险管理系统，替代每天他收到的来自各个交易单位共20英寸厚的头寸报告。利特曼使用VAR矩阵为每笔头寸设置了风险限制。之前，交易员们一旦赚钱越来越多，自信心就会膨胀，从而肆无忌惮地扩大风险。令人惊奇的是，使用VAR之后，绝大部分交易员都希望了解他们的风险限制。

3. 由其他人组织的AIG与科尔津等人的午餐见面会。

4. 科尔津说他不是孤军奋战。他曾与负责金融机构的银行家克里斯·弗劳尔斯一起工作，克里斯离开高盛后去了一家非常成功的私募基金公司。

32 长期资本管理公司

继1994年巨额亏损之后，1998年公司又面临灾难性的时刻。高盛在自营业务上损失了数亿美元，一家主要对冲基金破产又使公司亏损了近亿美元。同时，公司失去了赚钱的大好机会。结果，随着股票市场的下挫，高盛公司不得不一再推迟策划已久的上市计划，乔恩·科尔津为此投入了大量的个人政治资本。这也损害了他作为公司领导人的声誉。

长期来看，合伙人一致认为1998年是高盛发生巨大转变的时刻。本年发生的事件有力地证明了上市才能确保长期资本规模。这也说明自营交易对于高盛内部的重要性日益增强，正逐渐取代公司长期以来神圣不可侵犯的战略：作为关系投资银行家，以提供最优质服务赢取客户的信任和认可。在公司向自营业务加速转型的过程中，高盛的目标是成为重要的做市商及自担风险的金融中介服务商——从以服务为本的代理业务转向以资本为本的委托业务，致力于成为全球最强大的金融公司之一。

高盛越来越依赖资本运营，进行大规模的资本投资，使用复杂的计算机模型管理各种各样的风险——许多之前未知的风险——从全球金融市场中赚取风险可控交易的利润。公司的赢利来自其掌控的独特信息，以及组织交易的能力。一直遵从客户意愿、致力于维护客户关系的重要竞争优势，将被大胆使用公司资本金所削弱，甚至被超越。这些被公认为是公司潜在的阻碍，可能会发展成为公司劣势之一。该战略第一个主要的表现就是：公司开始处理巨型高科技对冲基金，即长期资本管理公司的破产业务。

LTCM——长期资本管理公司——貌似发现了一种绝妙的新方法来管理巨额的低风险、高回报的投资组合对冲基金。只有经过认证的金融尖端科学家才能够真正明白该基金运作的具体方

式，但是大家都知道长期资本管理公司——一个神秘的、荣耀的、金牌赚钱机器——取得了非凡的成就。该基金由约翰·梅里韦瑟于1993年创立，约翰被崇拜者称为J.M.，曾是所罗门兄弟公司高赢利自营交易部门极具魅力的领袖。在长期资本管理公司，不足200人的队伍管理着巨额私有资金，其中包括两名诺贝尔奖获得者，以及一群聪明绝顶的华尔街精英，拥有近100家客户。在金融创新领域，公司确实表现得异常突出。长期资本管理公司在四个方面非常突出：资产规模、杠杆率、委托人数量和利润。

长期资本管理公司的投资组合非常分散，由计算机程序构建的上千个分散的、小规模、“完美对冲”的头寸组成，其原理是先进的计算机程序能够识别全球债券市场中各类异常现象，或称为市场不完美状态。长期资本管理公司选择最具吸引力的赢利机会，构建的投资组合能够识别出各种特定风险。虽然长期资本管理公司的单个头寸规模比其他投资者的头寸大很多，但相对总的规模显得微不足道，并且每个头寸上的利润都很少。公司整体战略是重复使用小规模、高杠杆的投资组合来赚取全球市场中的每一分钱，而这些累计起来的利润将是惊人的，并且几乎不承担任何风险。

长期资本管理公司的战略一度非常完美。它取得了巨大的成功，每年利润增幅高达40%。这台训练有素的赚钱机器依赖于两个相互依赖的系统：一个是巧妙设计的计算机系统，能够从全球市场的数万种头寸组合中发现最具吸引力的部分，另外一个是来自全球银行及经纪人——交易商之间秘密、复杂的借款系统。长期资本管理公司大量使用杠杆，虽然投资者的资金仅为30亿美元，投资组合总额却高达1000亿美元。除此之外，它与每家华尔街投资银行及交易商都签署了衍生品合约，市值高达10000亿美元！高杠杆的秘密在于贷款者相信长期资本管理公司的投资组合能够完全分散各种可能出现的风险。

但长期资本管理公司与贷款人都忽略了一个事实；公司无法分散一种风险。在某种特定的、重要的、具有重大杀伤力的事件发生时，全球所有市场的反应是一致的——比如卢布突然贬值事件。

在基金管理费用方面，行业通用的费用标准是资产管理规模的1%加上利润的20%，而长期资本管理公司要收取资产管理规模的2%加上利润的25%。长期资本管理公司投资者不在乎管理费用的高低，因为基金表现得太优秀了。长期资本管理公司第一年的利润率是28%，1994年取得了58%的高额回报（实际上，剔除支付给成功管理基金合伙人的可观报酬，有限合伙投资者的回报率在1993年仅为20%，1994年为43%）。1995年底，随着“2%+25%”基金管理费用收入的逐年累积，长期资本管理公司的一般合伙人个人账户资产高达14亿美元。一般合伙人头寸规模在两年内投资金额从原来的1.5亿美元增长到15亿美元。好消息纷至沓来。

1996年，长期资本管理公司的利润高达16亿美元——57%的回报率，在支付完一般合伙人的薪酬后，投资者获得的净回报率是41%。除了16亿美元之外，还有一个少得惊人的数字：长期资本管理公司当年实际投资组合的回报率仅为2.45%。我们可以看到，投资者获得高额回报率的秘诀在于使用了大量的杠杆。



除了16亿美元和2.45%这两个天壤之别的数字之外，另外一个年度数据也能够说明问题。长期资本管理公司大规模、超常的投资组合回报率给华尔街创造了巨额的交易量。每年支付超过1亿美元的交易费用、价差以及佣金，使得长期资本管理公司成为全球证券行业最大的客户。投资者希望能够从长期资本管理公司分得一杯羹，全世界的银行和交易商竞争非常激烈，争相为长期资本管理公司提供服务。他们看重的是每年1亿美元的丰厚现金流入。科尔津打造的自营交易平台与长期资本管理公司相似，两家公司甚至都是套利交易商，因此，高盛公司不仅是主要的交易商之一，高盛堪称长期资本管理公司的竞争对手之一。

长期资本管理公司组织结构设计巧妙，并且运营极其顺畅。长期资本管理公司代表了多方面的成功：投资者的成功、银行和经纪商的成功、长期资本管理公司管理合伙人的成功。难以置信的是，成功也带来了很多的麻烦：长期资本管理公司钱多得已经管理不过来了。考虑到市场的流动性及交易量，合伙人认为长期

资本管理公司的规模过大。1997年，长期资本管理公司管理的客户资产规模为50亿美元。随着资产管理规模的持续扩大，1998年达到了70亿美元，长期资本管理公司的资本金超过了华尔街最大的公司——美林公司。规模是一个很大的问题，因为在不完美的市场中，长期资本管理公司的买卖行为会推动市场价格波动，减少赢利机会。

因此长期资本管理公司作出了非同寻常的决定：强迫投资者从投资金额中撤回27亿美元。长期资本管理公司的一般合伙人也采取了非同寻常的举措：虽然返还给投资者大额的资金，但是他们不愿意缩小长期资本管理公司投资组合的规模。相反，一般合伙人选择提高杠杆率，因此投资者能够获得的回报率更高，他们会变成巨富，赚取更多钱。他们确实做到了这一点——但是仅仅持续了几个月。

一个更深远的问题是长期资本管理公司显然不是独立行动的——这一基金有众多的模仿者。主要的投资银行及大型对冲基金的交易员们在同样的商学院接受教育，在相似的华尔街公司接受培训，使用相同的数量模型及计算机程序。他们寻找同样的交易，与其他人时刻保持联系，分享彼此的观点与数据。他们沉浸在发现新事物的愉悦中，不仅仅局限于窃取或者抄袭他人的观点——包括长期资本管理公司最好的策略。长期资本管理公司是最大的也是最好的投资公司，许多聪明的交易员以类似的理由，运用相同的策略进行头寸对冲交易。更多债券套利基金纷纷成立，采用的是长期资本管理公司擅长的瞄准市场无数微不足道异常事件的投资策略。虽然无法考证，但是华尔街许多人认为比长期资本管理公司更加活跃的交易对手是高盛公司。

长期资本管理公司所处的市场变幻莫测，再一次证明了杠杆是一把双刃剑——能瞬间引发巨大损失。1998年6月，长期资本管理公司经历了非常糟糕的一个月：损失了5亿美元。但是投资者认为“这是偶然事件”，梅里韦瑟坦率地跟投资者就损失的数额及原因进行了沟通。结果是：这不是什么大问题。

在接下来的8月，俄罗斯国家债券违约，改变了所有的一切。

市场重新关注质量与流动性，受到惊吓的投资者纷纷卖出流动性差的证券——就是长期资本管理公司持有的那种——买入高等级、流动性好的证券，而长期资本管理公司的套利头寸中持有的是高等级证券的空头。长期资本管理公司显然陷入了被动状态——持有的证券价格不断下跌，卖空的证券价格却在上涨。现在梅里韦瑟不再对投资者坦白，而是有选择性地披露业绩——而业绩远低于大部分长期资本管理公司投资者的预期。但是高盛意识到了这一点，因为自营交易使其有各种渠道获取关键的市场信息。

长期理性市场行为被推到了一边，在焦虑的投资者、交易商及对冲基金非理性行为追逐质量和流动性的推动下，市场短期表现是不可预测的。长期资本管理公司精心设计的多头——空头头寸之间的价差，与长期资本管理公司的模型计算出来的存在一定的差异，并且差异越来越大。突然之间，长期资本管理公司不再赢利了，取而代之的是数以千计的头寸开始亏损。一旦长期资本管理公司的交易员打算平掉一对头寸，其他对冲基金和交易员也会步其后尘。

市场流动性依赖于众多不同的买方和卖方观点之间的差异：差异越大，流动性越好。当投资者对于市场走势的观点趋于一致时，不管是理性还是感情用事，流动性将会迅速蒸发。对于市场走势看法越一致，特别是强烈的感情认同，将使得流动性迅速缩小。长期资本管理公司的计算机模型没有考虑到市场流动性的变化——特别是流动性突然消失的情况。

波幅，或者称为市场风险，是许多投资者和交易员衡量“质量”的指标。大部分投资者都不喜欢价格波动，因此他们希望能够规避它。他们可以按一定价格卖出波幅，其他的投资者按照这个价格接受或者“购买”波幅。波幅不能被直接买卖，但是可以间接通过卖空，购买股指期货，或者购买杠杆性更强的股指期货期权来实现。波动性的定价经常是错误的，因为大部分投资者都不

喜欢市场风险，情愿以低于数学上的公平价值卖出波幅，以便他们能够有效地规避市场风险。当投资者集体担忧市场出现下跌，或者期望市场出现上涨时，期货和期货期权价格将在正常的范围内波动。担忧或者期望越多，对于市场波幅的正常价格偏离得就越远——这被交易员称做“vol”。因此，长期资本管理公司能够通过交易股指期货有效地买卖vol，这是组合运作的重要策略。

俄罗斯国家债券违约事件发生后，投资者开始抛弃长期资本管理公司持有的那些流动性差的证券，卖出长期资本管理公司持有的多头头寸，买入长期资本管理公司卖空的空头头寸。这使得市场价格越来越偏离长期资本管理公司计算机算出来的正常价格，而长期资本管理公司高杠杆的投资组合大量利用的是计算机模型识别出来的异常价格。突然，所有的事情都不一样了。现在市场与长期资本管理公司的发展背道而驰，虽然长期资本管理公司的投资组合以多种方式进行了分散化，但是仍然无法规避这种全球投资者追逐质量、抛售投机性债券的风险。

科尔津知道高盛的交易员也有大量的头寸暴露在同样的风险中，这种情况与梅里韦瑟和长期资本管理公司的其他人在几个星期内构建的复杂的、基于衍生品的组合类似。科尔津还知道——因为高盛一直在密切关注长期资本管理公司，并且自营交易头寸与长期资本管理公司雷同——长期资本管理公司一直以来依赖的价差交易正在朝着错误的反向发展。科尔津非常了解长期资本管理公司的高杠杆率。大胆的投资者会为他们投入的资金融入相同金额的资金，因此他们的杠杆率是50％，另外50％是自有资本。对冲基金借入的资金更多，所占比例高达80％，甚至有时候会达到90％。但是在长期资本管理公司，梅里韦瑟与他的团队们借入的资金量更大：自有资本不是50％或者10％，而是只有3%。长期资本管理公司使用极高的杠杆。仅有3%的自有资本意味着如果整个组合亏损3%的话，将使得长期资本管理公司全军覆没。

长期资本管理公司在开始的几年内严格对外保密公司的运营情况，拒绝向贷款人或借款人提供任何内部运作的信息。外部对于透明度的要求呼声越来越高，但长期资本管理公司仍然坚持不

透明的原则。因此梅里韦瑟发现“投资市值严重下滑”时，迫不得已走出他的神秘王国，给主要的交易商高盛打电话。此时的科尔津明白，情况已经非常严峻，不管梅里韦瑟作出什么样的口头保证都无济于事。

如果科尔津知道电话是从北京打来的，而梅里韦瑟刚刚为了这通电话推掉了晚宴并且已经订了最早的一班飞机，那么科尔津就应该能意识到长期资本管理公司的处境是多么严峻了。

全球市场青睐于高质量的证券，由于套利交易商们与长期资本管理公司在同样的市场中打拼，因此当更多市场中的价差越来越大时，他们平仓的压力就越来越大，特别是这些交易商的头寸与长期资本管理公司相似，他们都想尽早脱身。一些人遵从高级经理的指示抛售了股票，另外一些人收到了银行追加保证金的通知后不得不降低头寸。突然，所有的交易员都在卖证券。没有人愿意买入任何证券。他们卖出高等级、流动性好的头寸，不是因为他们想卖——实际上他们并不想——而是因为：他们必须卖出高等级证券来筹集现金，因为这个时候除了这个，别的都卖不出去。

在正常、理性的市场中，长期资本管理公司高度分散的套利组合应该能够规避短期的价格异常波动。在正常、理性的市场中，赚取几百万美元对长期资本管理公司来说是轻而易举的事情。但是长期资本管理公司的投资组合有两个关键的问题。在每个多头——空头组合对中，长期资本管理公司总是买入低等级证券，卖空高等级证券。绝大部分组合对都是在小规模、不同寻常的市场中进行复杂交易，市场的流动性相对有限，就像现在的事实所证实的一样，流动性非常有限。如今投资者的组合趋向于高等级证券，与长期资本管理公司的头寸背道而驰，这种特定风险不能规避，也无法进行有效地分散。长期资本管理公司的投资组合不再是高度分散的，所有的一切突然变得密切相关起来。

长期资本管理公司持有最多的低等级证券的流动性突然消失了。当然，如果时间充裕，市场与价格最终将回归理性，但是像乔恩·梅纳德·凯恩斯很早之前警告的：“市场非理性状态持续的时

间往往会超出你能忍受的极限。”当他们真的打算卖出时，价格是由买方而不是卖方来决定。而买方市场是长期资本管理公司最不想看到的。

当事情变坏时，聪明的借款人不会坐等贷款人来找他们，而是主动出击。因此约翰·梅里韦瑟主动打电话给高盛的乔恩·科尔津。

“我们的投资最近下滑得厉害……但是一切都还好，”语气听起来非常肯定，语调也很沉稳。但是约翰·梅里韦瑟一向是非常冷静、轻描淡写、宠辱不惊的，因此好像看不出什么端倪。但科尔津有足够的经验与理由知道事情并非这么简单。首先，电话不是打到办公室，而是直接打到了家里。其次，梅里韦瑟的口风很紧，不会透露任何关于长期资本管理公司头寸的事情，特别是“我们的投资最近下滑得厉害”这种负面的信息，这不是他一贯的做事风格。

作为一个经验丰富的债券交易商，在他的职业生涯内，科尔津曾经买卖过数十亿美元的债券，因此他对于信号非常敏感，特别是任何非同寻常的或出乎意料的信号，梅里韦瑟现在传递的信息虽然表面上看来非常平常，但是实际上非常不同寻常，甚至是出乎意料的，因此这是强烈的信号。

科尔津与梅里韦瑟是同行，他们彼此非常熟悉，尊重对方在行业中的地位，他们的交易风格和对市场的理解都很类似。对于全球资本市场变幻莫测的本质也有着相似的信念，都意识到自营投资赢利丰厚，特别是定息套利交易的吸引力将会日益增强。而且，两个人都出生于美国中西部地区，性格坦率，在公司内广受欢迎——并且都梦想成就一番大事业。

科尔津给梅里韦瑟回了电话，因为他想了解更多的情况。他像梅里韦瑟一样非常平静。他没有说 “梅里韦瑟，你做事一向太保密了。我知道你现在遇到了大麻烦。因此你要跟我们坦白，否则我们将切断给你们的贷款限额”。相反，他只是简单地说：“我们还不知道太多情况。这可能会危及你们的信用评级。”

科尔津与梅里韦瑟都知道情况的本质：长期资本管理公司是不可控的，必须改变以往的风格。严守秘密的时代已经过去了。现在长期资本管理公司必须要与贷款人分享公司内部重要的信息，这意味着贷款人将得知长期资本管理公司的交易头寸，并与他们对着干，而这注定会使现状恶化。

由于公司使用的杠杆率过高，长期资本管理公司产生的负面影响迅速蔓延。梅里韦瑟看起来非常平静，他迅速且安静地采取行动，寻找最优的解决方案。各种可能的方案他都考虑过，如向投资者寻求巨额注资，以及将长期资本管理公司出售给一个“白衣骑士”等。

周一早上，伯克希尔–哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)的沃伦·巴菲特拒绝了收购长期资本管理公司整个投资组合的提议。晚些时候，乔治·索罗斯同意8月底给长期资本管理公司投资5亿美元，前提是梅里韦瑟能够在两个星期内从其他渠道筹集到另外5亿美元。梅里韦瑟与索罗斯的谈判是对手的角逐。梅里韦瑟是美国中西部人，不拘小节但固执己见；而索罗斯是东欧人，行事严谨且非常理性。梅里韦瑟的投资风格非常理性，基于精确的、可预测的数学模型，而索罗斯认为市场是随机的、灵活的、不可预测的。但是，索罗斯与梅里韦瑟现在面临同一件事情：索罗斯的基金刚刚在俄罗斯损失了20亿美元。

摩根大通公司打算投资2亿美元，一些银行家认为美林公司可能会投资3亿美元。但是美林公司在周三打电话表示不参与投资。由于需要快速的决定，长期资本管理公司再次向巴菲特求救，给出的条件是如果他肯投资的话，就将管理费减半。巴菲特再次拒绝了长期资本管理公司。

如果读者假设自己是一名长期资本管理公司的一般合伙人，经历过这些惊心动魄的时刻后，那么就应该能够更深刻地体会到情况的危急性：

- 就在周四巴菲特拒绝投资的那天，长期资本管理公司损失了2.77亿美元。仅一天的工夫，情况就变得更加糟糕。

• 银行要求长期资本管理公司偿还1.67亿美元贷款，称该基金的糟糕表现实际上构成了“违约事件”。但是长期资本管理公司无法履行，公司拿不出这么多现金。并且，作为“内部人”，合伙人肯定不能提取现金，即便是为了偿还个人贷款也不行，特别是在业绩差强人意，并且他们还在请求别人增加投资的时候。
• 华尔街传言高盛的交易员正在卖出长期资本管理公司持有的高杠杆头寸。其他公司的交易员也在这么做。
• 长期资本管理公司与主要的清算商贝尔斯登公司在谈判中发生了冲突，长期资本管理公司拒绝签署正式的清算协议。因此长期资本管理公司没有拿到贝尔斯登为其进行交易清算的书面保证。这意味着贝尔斯登可以随时中止清算——如果贝尔斯登退出的话，没有哪个公司能够承接长期资本管理公司复杂的清算业务。

长期资本管理公司的合伙人有能力说服一家商业银行贷款给它，以偿还另外一家银行催缴的5000万美元贷款。更重要的是，合伙人以个人的身份，刚刚从基金中借出了3800万美元，用来支付年底可观的员工奖金。虽然这看起来非常巧妙并且在操作上是合法的，但从杠杆率非常高的账户中借款是非常不寻常的事情，这也暗示了长期资本管理公司合伙人的所作所为已经步入了灰色地带。华尔街的传言使合伙人陷入了困境。一旦公司发生违约，交易对手们会立刻要求现金支付。如果几家交易对手要求马上兑现交易，长期资本管理公司就会被摧毁。

几年前，所罗门兄弟因在卷入市政债券投资丑闻时未及时通知联邦储备银行而两度惹火上身。有了这个教训，梅里韦瑟致电美联储总裁威廉·麦克多诺先生，告诉他长期资本管理公司需要更多的现金。

周五，科尔津又接到了梅里韦瑟的电话，当时科尔津正在澳大利亚度假，这已经是第11个电话了。长期资本管理公司的资产已经跌到了5亿美元，低于贝尔斯登实施清算交易的最低资产要求，因此贝尔斯登打电话给长期资本管理公司：其检查小组打算星期天来检查长期资本管理公司的账簿。如果不是非常满意，贝尔斯登会立刻停止为长期资本管理公司的交易提供清算服务。没有清算经纪商，长期资本管理公司的业务将无法运作下去。为了留住贝尔斯登，长期资本管理公司需要更多的资本金。这是梅里

韦瑟打电话给科尔津的原因：长期资本管理公司需要立刻拿到一大笔钱。

10亿美元太少了。长期资本管理公司需要20亿美元——并且是马上。科尔津和高盛是最优选择，也许也是唯一选择，是他们在最短时间内所能找到的救生船。

为了应对变幻莫测的市场与业务环境，高盛公司的战略正在转型，在向大规模资本金、承担风险的自营业务转型。科尔津一直致力于发展利润丰厚的自营业务。现在他发现了一个推动公司彻底转型的绝佳机会——这将推动公司成为毫无争议的领导者，并巩固他自己的地位。

科尔津知道，在跟梅里韦瑟的谈判中，他占据了强势地位。他现在给梅里韦瑟提出的条件非常苛刻，但是考虑到长期资本管理公司的艰难处境，这也算比较合理。高盛公司决定出资10亿美元——部分来自公司的自有资金支付，另外部分向客户筹集——并且保证向外部投资者再筹集10亿美元，换取长期资本管理公司50%的股权。有了高盛有力、慷慨及公开的支持，长期资本管理公司不仅获得了资金，也无形中获取了明显的竞争优势。作为交换，高盛公司不仅拥有长期资本管理公司50%的股权，而且能够设定交易风险敞口的限制（相当于全盘控制了基金的投资组合），完全掌握了长期资本管理公司的投资策略及分析模型，这些可以应用在高盛自己的自营业务操作中。

这个交易的前提是高盛注入资金及检查长期资本管理公司的账簿，因此双方立刻着手账簿工作。任何涉及动用合伙人资本的交易，都需要得到高盛公司新成立的执行委员会的批准，但科尔津从来不认为自己只是高级合伙人，而把自己当成掌握公司大权的CEO来看待。

长期资本管理公司一向坚持严格保密的原则，因此它的多头头寸和空头头寸分置在不同的银行中。银行不能确定套利组合能否正确配对，所以它们要求的保证金要高于绝对最低水平。如果同一家银行的头寸能够完全配对，多余的保证金会被释放出来，财务紧张状况也将有所缓解。理论上听起来不错，但是关键在于

细节。长期资本管理公司的业务并不简单，而是通过大规模使用多元化的方式以减少任何单独的头寸或者某个特定头寸组合的风险。结果，长期资本管理公司一共持有3.8万对不同的头寸组合对——每对组合都是独立的，且构成组合的两方被放置在不同的银行中。因此，将这些组合对匹配起来就要花大量的时间。长期资本管理公司不仅仅缺少现金，也缺少时间。

具有讽刺意味的是：长期资本管理公司现在需要27亿美元，而几个月前公司却坚持要求投资者把相同金额的投资拿回去。贝尔斯登颇为熟悉情况的家伙对于长期资本管理公司提出了非常尖锐而又冷酷的评论：“一切全完了。当你的投资跌去一半时，不会再有人投资进来。市场离你而去，你完蛋了。”长期资本管理公司的合伙人也感觉到长期资本管理公司很难翻身，因此开始着手保护个人财产。曾经身家千万的合伙人被迫动用妻子的银行账户支付其购买的豪华新屋。梅里韦瑟也悄悄地把他的房地产转移到妻子名下。

后来一些评论家称，高盛在伦敦和东京的交易员正在卖空他们了解到的长期资本管理公司持有的多头头寸，然后为了平掉空头仓位，打算以超低价格从长期资本管理公司买入相应的头寸。高盛公司的交易非常活跃，但是如果它的交易员超前于长期资本管理公司，其他公司的交易员也会效仿。在全球债券市场中，长期资本管理公司受到的压力主要来自波动率交易，所有主要的交易商都知道长期资本管理公司在大量卖空期货和期权的波动率。他们知道长期资本管理公司会越来越急于平掉空头头寸，这时肯定会向他们求救，要求将头寸全部出售给他们，这样会大大增加他们的利润。交易员们都深谙市场规则：如果了解机构调整头寸的动向，他们就会利用该市场信息从自营操作中谋利。这种赢利机会也解释了为什么高盛决定转型为自营交易商，并且告知合伙人，“要学会在利益冲突中生存”。

对于对冲基金而言，8月是个残酷的月份。绝大部分对冲基金都遭遇了严重亏损。但是长期资本管理公司的表现更加糟糕——公司的股东权益单月内减少了45%，即19亿美元。8月是有史以来信贷利差表现最糟糕的一个月。正如不理性状况可能在长

期内发生一样，短期内利差扩大至历史最高水平，偏离长期资本管理公司复杂模型的“正态”假设越来越远。市场严重缺乏流动性，长期资本管理公司无法卖出所持证券以筹集所需资金。损失总额达到20亿美元。长期资本管理公司对于索罗斯的注资不再抱有任何希望。

梅里韦瑟在9月的月报中透露公司遇到了困难，月报被传真给长期资本管理公司的投资者。在媒体披露这一消息后，其他对冲基金的交易员开始卖出他们认为长期资本管理公司可能持有的多头头寸。9月，出乎长期资本管理公司的意料，利差持续扩大，因为其他公司交易员及对冲基金加大了长期资本管理公司的反向头寸，他们预测长期资本管理公司的头寸规模巨大，早晚都得向他们求救。

长期资本管理公司的头寸规模仍然惊人：1250亿美元——是不断萎缩的资本金的55倍。并且，持有大量的衍生品组合。如果再亏损2%，公司就会破产。按数字计算，几个月前这种情况基本不可能发生。但是在真实市场中，交易员认为正态曲线存在“肥尾”——不可能发生的事情最终发生，造成巨大灾难，最近流行称这种情况为“黑天鹅”。非常不可能发生的事情现在已经威胁到整个公司的发展。

科尔津对于长期资本管理公司迅速恶化局面的担忧，也因为高盛自营业务的巨额亏损而日益加深。因为他们使用的模型和数据都相似，交易员们持有的仓位也与长期资本管理公司类似。自营债券交易的亏损会马上影响到科尔津的合伙人的利益。公司自营交易的亏损为上次高盛提出IPO造成了很大的障碍。

高盛公司计划已久的IPO即将于下个月推向市场。对于科尔津而言，IPO是他一生中最重要的交易——对他职业生涯最重要的检验，特别是自他成为管理合伙人以来，对他本人来说最重要的事情。虽然科尔津不在乎拥有多少财产，但是如果IPO成功推出的话，他的个人财产将达到2.5亿美元。他将成为年仅52岁就拥有巨额流动性资产的富翁，并且拥有自由选择去留的权利。但是如果IPO再次推迟——也许会推迟几年——科尔津在公司内的

股权会减少，也许是大幅减少。如果公司现在不上市，下一次的时机成熟也许要等到多年以后。在拖延的这些年中，合伙人的股权比例肯定会改变，特别是有限责任的合伙人及退休合伙人——科尔津也会在这群人里面。科尔津有极大的动力去发现解决长期资本管理公司问题的方法，因为这已经成为推动IPO的关键。

科尔津知道，高盛能够求援的主要客户中，长期资本管理公司已经打过多次电话了。每个人都明白，其中有一个特殊的客户，那就是伯克希尔–哈撒韦公司的沃伦·巴菲特。巴菲特说他有兴趣以现有的低市场价格购买长期资本管理公司的整个投资组合，但是他不想收购长期资本管理公司的资产管理公司，也不想与长期资本管理公司的合伙人有任何瓜葛。

衍生品成为长期资本管理公司的另外一个隐患。它们很可能带来重大灾难。长期资本管理公司与几十家交易对手签订了几千个不同的衍生品合约。任何一个衍生品合约违约都将使所有合约陷入技术违约的困境。账面价值非常大——近1500亿美元，平均每个美国人5000美元——并且几乎包括美国所有的金融机构，而长期资本管理公司就是这个复杂的蜘蛛网的核心。

同时，9月的第二个星期，长期资本管理公司的亏损继续扩大：

- 星期四，损失了1.45亿美元。
- 星期五，又损失了1.2亿美元。

9月的第三个星期，虽然亏损额减少，但亏损仍在继续：

- 星期一，损失500万美元。
- 星期二，损失8700万美元。
- 星期三，损失1.22亿美元。

星期四的少许赢利也无济于事：总计，长期资本管理公司在两个星期内亏损额超过5亿美元。一个月内公司股东权益减少近

60%。波幅价差不断创下新高，导致了更多的亏损。

高盛公司是长期资本管理公司的唯一希望——长期资本管理公司需要的资本缺口从20亿美元增至40亿美元。公司财务总监约翰·塞恩，以及不断扩大的高级管理团队——拥有债券业务经验的理性市场专家们——正在成为公司决策的权力中心。他找不到为长期资本管理公司筹集这么一大笔钱的法子，但是公司还是决定试一试。

另外一种可能也被沃伦·巴菲特否决了：与勇于创新的保险业巨头AIG公司（AIG在衍生产品市场拥有丰富的经验）联手收购长期资本管理公司的整个投资组合，但不涉及基金公司。巴菲特对此不感兴趣。

科尔津拜会了纽约联邦储备银行总裁麦克多诺先生，麦克多诺召集了其他主要的银行。所有人都认为长期资本管理公司破产将会对美国及全球金融市场造成重挫。考虑到美联储长期以来对金融市场采取的放任政策，麦克多诺需要一名华尔街的领袖承担组建合伙企业的任务。但是他与高盛公司前任管理合伙人，现任纽约联邦储备银行主席约翰·怀特黑德认为，没有人有足够的动力担当这个角色。麦克多诺接受了科尔津的提议，周日将向美联储交代其投资组合，但是考虑到任何匆忙的举动都将冲击敏感的货币市场，因此他选择前往伦敦，而派代表前往美联储。在离开之前，麦克多诺打电话给美联储主席艾伦·格林斯潘以及财政部长罗伯特·鲁宾，告诫他们长期资本管理公司可能无法筹集所需的资本金。

科尔津仍然希望找到解决问题的方法，但是他不断地碰壁。他与瑞银证券的衍生品专家见面，问他们是否愿意帮忙，令他震惊的是，瑞银证券已经是长期资本管理公司的最大证券投资者。科尔津非常恼火，因为长期资本管理公司从来没有告诉过他这一点，他甚至被长期资本管理公司误导了。他只得再次向巴菲特求救。

碰巧，当时巴菲特正在阿拉斯加的游船上与比尔·盖茨一起度假，四周陡峭的山脉导致手机信号时断时续，有时信号中断长

达一个小时。巴菲特告诉科尔津，只要把长期资产管理公司与约翰·梅里韦瑟排除在外，高盛就可以着手研究伯克希尔–哈撒韦公司对长期资本管理公司的收购方案。收购共需资金40亿~50亿美元。只有伯克希尔–哈撒韦公司手头上有这么多钱，也只有巴菲特才能做这样的决定。虽然如此，巴菲特可能还是会坚持与高盛共同投资。

残酷的现实不停地打击长期资本管理公司。一是市场中越来越多的投资者意识到长期资本管理公司高度杠杆化的投资组合并未完全对冲市场波动，同时，市场也开始追求高质量证券。二是即使市场持稳，长期资本管理公司在衍生品交易上的亏损额也将达28亿美元。三是全球市场并不平静，因此衍生品对手方的亏损将增加一倍至50亿美元。美联储担忧的是，如果长期资本管理公司违约，市场肯定会急剧下跌，甚至丧失交易功能，这会导致第四种情况发生：整个国家秩序混乱，陷入恐慌中，这种恐慌甚至会波及全世界。

周日，科尔津与巴菲特在阿拉斯加进行第二次谈判。科尔津仍然不能担保动用高盛的资本金。他的合伙人——特别是投资银行合伙人——对于已经产生的损失非常不满意，并且担忧高盛会卷入更多风险中，导致公司资本金紧张，甚至损失殆尽。科尔津给财政部打电话，让他们警惕私有板块紧急情况的发生。他鼓励财政部组建一个紧急银行联盟。

在全球市场中，交易员对于其他交易员反向操作长期资本管理公司头寸心有怨言。在这些抱怨中，高盛被称认为是非常大手笔的一个。星期一，也就是9月21日，长期资本管理公司亏损了5.53亿美元——是股东权益的1/3。投资组合价值高达1000亿美元，这将公司的杠杆率推向了极端：负债是股东权益的100倍。任何一次微不足道的亏损都会将公司置于死地。

贝尔斯登坚持补充5亿美元资本金，这是必需的保证金，摩根大通公司同意在之前谈判的贷款协议基础上支付其所应当承担的部分。长期资本管理公司实际得到了4.7亿美元——而不是5亿美元——因为24家银行联盟中，法国农业信贷银行（Credit

Agricole）拒绝提供资助。

作为债券交易员，科尔津在努力推进其他机构的计划的同时，对自己的计划非常保密。他与美林公司的总裁赫布·艾利森在打造华尔街领先投资银行的目标下共事多年，但是他依然希望能够独占这个机会，以高盛–伯克希尔的名义收购长期资本管理公司的整个投资组合。

9月22日，周二早上7点30分，纽约联邦储备银行邀请高盛的科尔津和塞恩、摩根大通银行的罗伯特·门多萨、美林公司的戴维·科曼斯基与赫布·艾利森共进早餐。艾利森身材并不高大，但是他的理性和聪明让人印象深刻。为了生存，长期资本管理公司需要注入40亿美元。如果失败，团队的损失将达到200亿美元。艾利森总结说："我们现在是一条船上的人。这个问题非常复杂，大家都明白，简单的方案才能解决复杂问题。并且，作为全国最有影响力的金融机构，难道我们不应该对公众负责吗？"

长期资本管理公司的危机引发了全球担忧。俄罗斯与南美洲一些国家正在走向衰退。美联储不会保护向长期资本管理公司提供贷款的银行。它的假设是，作为自由市场的参与者，每家公司应该能够独立承担3亿美元的损失。但是问题并不局限于长期资本管理公司。科尔津四天来彻夜未眠，"我被吓得魂飞魄散"。经过两个小时的讨论，银行家们同意接受摩根大通公司门多萨的提议，将长期资本管理公司的投资组合分拆为两个部分——债券和股票——然后将股票以投资者能够接受的折扣价格卖还给发行公司。这个方案使得银行联盟承受的损失变得更少。但是实施细节在这么短的时间内不可能完成，因此银行联盟转向剩下的唯一选择：艾利森所提议的将所有银行组成投资联盟。

现在科尔津面临着两方面的战略问题。一方面，长期资本管理公司已经陷入极度困境，急需一个解决方案。另外一方面，过去两个月内高盛的自营业务损失总额达到惊人的15亿美元。巨额损失加上不断下跌的股票价格，将迫使公司推迟科尔津花费了大量精力所筹划的IPO计划。并且，公司的损失大部分来自科尔津的海外债券投资，因此他在公司内的个人地位受到了影响。这些

损失现在成为合伙人们个人的损失。几个月前，每个合伙人都“知道”一旦IPO成功，个人财富将大大增加；但现在合伙人遭受到了实实在在的损失。科尔津本人及其冒险交易给他们带来了双重打击。他们不喜欢所看到的一切，这一点可以理解。

周二，长期资本管理公司又亏损1.52亿美元。现在已经没有其他退路，每个人都开始指望美林公司的艾利森及他的联盟战略能够奏效。取得这么多家银行及公司必要合作的唯一办法是美联储召开所有银行的集会——即使美联储不应该支持任何计划。下午时分，达成了协议，十几家银行接到通知，美联储将在当晚8点召开紧急会议。四家最大的银行同意提前一个小时与美联储会面。美林提出的计划是16家银行各自投资2.5亿美元，共同注资约翰·塞恩认定的所需的40亿美元。如果总额不足40亿美元，投机者将会摧毁这家银行，就像十几年前，他们借英镑贬值之际摧毁了英格兰银行一样。

四大银行在为条款细节争论不休。40亿美元是全部以贷款的形式提供，还是部分用做股本？长期资本管理公司的合伙人能留下吗？谁拥有控制权？最后，科尔津坚持长期资本管理公司的控制权仍保持现状。晚上8点过后，争论依然没有停止，其他的银行家们被带进会议室，被告知虽然美联储保持严格的中立态度，但是它仍然希望银行们能够找出可行性方案，以保护系统的稳定。

艾利森将美林公司的计划总结在一张纸上。雷曼兄弟反对每家公司出资数额相同；它提议根据每家公司的情况决定出资多少。其他公司提出反对，因为每家银行都有自己的风险模型，因此估值——“公平比例”——在这么短的时间内，差异太大而无法达成一致。3个小时以后，银行家们召开正式会议，会议从晚上11点一直开到第二天上午10点，科尔津进行了简单总结。艾利森的计划是可行的——前提是每家公司都愿意合作——如果按照计划实施，这是有史以来第一次在一天内筹集到40亿美元。

第二天上午10点，45家银行被召集到纽约联邦储备银行。贝尔斯登的总裁吉米·凯恩一开始就说：“如果你们希望计划能通

过，那就别按字母顺序进行表决。”——意思就是别从贝尔斯登开始。

刚刚从伦敦飞过来的纽约联邦储备银行总裁麦克多诺，迅速将会议推迟了3个小时，只是说，“我们并没有到穷途末路的地步”。他没有说出科尔津与塞恩将他叫到一边，悄悄地告诉他沃伦·巴菲特打算购买整个投资组合。麦克多诺致电巴菲特，在电话中巴菲特肯定了这个说法。银行家们得知此事时，并没有表现出丝毫的轻松，反而非常愤怒，因为科尔津在他们的背后玩把戏。之前，科尔津就曾以这样的行为惹怒过高盛的合伙人们。

巴菲特的出价——与高盛和AIG公司联合出价——写在一张纸上于11点40分送达：以2.5亿美元购买长期资本管理公司，并立刻投资37.5亿美元到基金中，保证基金的流动性（40亿美元只是10个月前长期资本管理公司整个投资组合价值的5%）。在所需资金中，30亿美元来自伯克希尔–哈撒韦公司。直到12点30分，也就是最后期限前的15分钟，巴菲特的出价才得到认可。

但这已经不重要了。交易最终没能完成。因为牵涉太多的利益相关方，几十家衍生品合约对手方以及多家环环相扣的合伙人。不可能重新修订所有合约的条款。并且不幸的是，高盛负责与伯克希尔–哈撒韦公司接洽的投资银行家误解了长期资本管理公司的复杂结构，因此他没有给巴菲特提供出价所必需的具体指引。再一次，细节决定了成败。巴菲特所写下来的收购价是指长期资本管理公司这家基金管理公司，而不是长期资本管理公司的投资组合。即便这样，还有一个机会：如果高盛–伯克希尔–AIG的出价指的是对基金的投资，而不是基金管理公司，那么可能是可行的，因为巴菲特的团队能够解雇长期资本管理公司的合伙人。但是就在此时，巴菲特的游船行驶在阿拉斯加的山脉中，手提电话一直打不通。巴菲特出价的时间被限制了。时间一分一秒流走，半个小时过去了——也过了签署合约的最后期限。

现在的唯一选择是美林公司的艾利森所提议的银行家联盟。即使麦克多诺不能肯定所有的银行家都会来，但他还是给所有银

行家都打了电话。他们都回来了，但是情绪显然被早上的事情弄得很糟。贝尔斯登银行拒绝参与其中，就像它说的那样：作为长期资本管理公司的清算商，它面临的风险已经够多了。在简短的休息中，麦克多诺请求贝尔斯登提供紧急援救，之后贝尔斯登向所有的银行承认，它并没有充分的理由不参与到联盟中来。

一家又一家银行愤怒地表示要自我保护后，气氛又紧张起来。大通曼哈顿银行的CEO——威廉姆·哈里森非常恼火："高盛正在与整个华尔街对抗！"摩根士丹利的菲尔·普赛尔之前加入了联盟——而后又退出了——直到艾利森说 "给你资本市场的交易员打电话，问他们怎么回事"。普赛尔被告知"赫布是正确的。如果你们不这么做，不马上采取行动，后果将不堪设想！"然后这个法国人走了出去——后面跟着银行信托公司的总裁弗兰克·纽曼。在这紧张万分的时刻里，看起来每家银行都只关注着这个交易的某个细节。艾利森回忆说："他们不能统观全局——如果交易失败，整个华尔街将会变成什么样子。"

科尔津坚持签署协议锁定长期资本管理公司的合伙人，告诉他们什么该做，什么不该做——当然，这与之前梅里韦瑟联手救助的方案有所不同。科尔津打电话给梅里韦瑟确保长期资本管理公司会全盘接受他的强硬条款。美联储会议室里没有人知道或者怀疑科尔津在做什么，除了正在会议室里接电话的塞恩。塞恩把声音压得很低，其他人听不到任何内容，但是他的表情告诉大家他遇到了大麻烦。他虽然在会议室里，但很显然心不在焉。他正在向高盛执行委员会的其他三名成员讲述谈判的最新进展。这四个人不久将达成一项计划——驱逐科尔津。

美林公司的联盟计划要求16家银行各自出资2.5亿美元，但是有几家银行拒绝提供这么高的金额，很显然最大的几家银行需要更高的出资额度——每家3亿美元。唯一一个经验丰富的债券交易员科尔津，本打算担当领导角色，但是他的合伙人们并不太赞同联盟战略，而是对可能给高盛带来的潜在成本及损失更加担忧。他们在与塞恩的电话里非常清晰地传递了这个信息，并由塞

恩小声地告诉了科尔津。汉克·保尔森说："立刻出来！"

没有执行委员会的批准，科尔津就拿不到2.5亿美元，后来执行委员会非常不情愿地批准了2.5亿美元的额度。但科尔津无法让他的合伙人再批准额外的5000万美元。注 科尔津一向把自己视为公司的CEO以及债券交易专家，但这件事情仍需要合伙人的批准，这使他非常尴尬。筹备IPO、近期债券交易的大幅亏损，以及公司领导地位等问题错综复杂，使他担心合伙人能否能承受再一次的打击。考虑到IPO所带来的巨额个人金融股权，公司内的政治联盟仍在发挥作用，因为人们都在计算"他们的"IPO财富。虽然科尔津像以往一样在政治上保持高度敏感，但他也不知道他的合伙人会说什么，会怎么做。他知道大部分人会被激怒，他们非常厌恶投入巨额资本金去拯救长期资本管理公司。

现在需要向每家银行筹集3亿美元，艾利森在圆桌前走来走去，思考如何让每家银行遵守诺言，拿出3亿美元。如果高盛和其他主要机构每家拿出3亿美元，其他小银行每家少于这个金额，再加上长期资本管理公司剩余的资本金，联盟将会筹到必需的40亿美元。但是雷曼兄弟拿不出这么多，只有1亿美元。贝尔斯登又拒绝参与。而且每个人都知道摩根大通也不想这浑水。

艾利森继续在圆桌边前行，督促绝大部分银行履行诺言——包括摩根大通——这时科尔津转向身旁的摩根大通公司主席桑迪·华纳。最近两家公司正在就可能的合并进行谈判，因此两人从中建立了良好的私人关系。科尔津小声说："我的合伙人真的不愿意这么做。如果我这么做了，说服他们几乎是不可能的事情——后果是我不得不离开高盛公司。"

最后，大部分银行都同意履行3亿美元的承诺。现在还剩下两家银行：摩根大通和高盛。

突然轮到了科尔津。"高盛呢？"

科尔津是最冷静的交易员，从不食言。就像是非常普通的一天的再平常不过的事务一样，他说："高盛将出资3亿美元。"

摩根大通最终也同意出资3亿美元——交易完成了。[注]赫布·艾利森后来估计如果不能解决长期资本管理公司的问题，金融系统的潜在损失将达到惊人的500亿美元。

许多细节问题仍然需要继续商讨并解决。高盛公司坚持派出沙利文–克伦威尔律师事务所的律师约翰·米德参与到接下来的谈判中，并且仅代表高盛公司，而银行联盟派出的是世达律师事务所（Skadden Arps）的律师。检查委员会负责监督长期资本管理公司的投资组合。银行联盟将以1美元的价格收购资产管理公司50%的股权。长期资本管理公司的合伙人被迫签署雇佣合同，整个合伙人团队的工资是2.5亿美元，没有红利及奖金——大大地削减了现在的高工资。高盛的律师坚持长期资本管理公司的合伙人个人确保长期资本管理公司资产负债表的准确度，并且银行联盟投入的现金不受由过往事件所引起的未来法律诉讼所影响。

周日晚上，9月27日，高盛的首席顾问罗伯特·卡茨称除非摩根大通公司同意不要求偿还借给长期资本管理公司的5亿美元，否则高盛将退出银行联盟，这使得参与谈判的人大吃一惊。摩根大通公司已经作出了让步，但是对此并没有心理准备。当科尔津肯定了高盛公司的底线时，摩根大通公司简直暴跳如雷——最后，它非常不情愿地同意了长期资本管理公司不需要偿还5亿美元的借款。

高盛的执行委员会周一早上6点半开会进行最终决策。科尔津明白银行联盟不会坐等如此苛刻的决定，于是他与几个合伙人碰头，争取到他们的同意后，打算周日晚上宣布高盛公司肯定会履行支付3亿美元的承诺。

在新援助方案的前两个星期内，长期资本管理公司又损失了7.5亿美元——然后稳定下来。在接下来的两年中，长期资本管理公司的头寸大部分得到了清算——对银行联盟来说利润可观——因为当市场重新回归理性时，完美对冲的头寸组合证明梅里韦瑟及他的阵营诺贝尔奖提名人像他们以往表现的那样，是正确的。但是凯恩斯也是正确的：“市场非理性状态持续的时间往往会超出你能忍受的极限。”正态曲线的肥尾情况经常出现。

科尔津终究不是公司的CEO，他没有获得合伙人的许可，按照公司的规定，自西德尼·温伯格创建管理委员会以来，牵涉到合伙人资本金的重大决策都由委员会决定。资本金是高盛公司的稀缺资源，科尔津在固定收益遭受严重亏损时，已经动用过大笔资金。现在，资本金只能用于低收益率投资，与公司其他的投资机会相比，资本注入长期资本管理公司将更可能产生损失。

星期一，9月28日，在准备长达12年之后，高盛公司取消了上市计划。可以肯定的是，未来高盛一定会重拾上市计划，但是第四季度的赢利让人非常失望。等待IPO时机成熟，也许需要几年的时间。对于有限责任的高级合伙人来说，推迟IPO计划就像是从他们口袋里拿钱出来——而他们已经把这些钱当成自己的了。他们心里清楚罪魁祸首是谁。

---

1. 罗杰·洛温斯坦的研究成果《当天才失败时》给本章提供了大量的素材。

2. 科尔津的回忆截然不同：他说他向所有参与联盟的银行完全公开了与巴菲特的讨论。

3. 如今科尔津说管理委员会知道——至少罗伊·朱克伯格知道，他绝对是告诉了所有人。这种行为方式给科尔津赢得了“大概是这样先生”的称号，使得高级合伙人非常沮丧。

4. 这几乎是美洲银行有史以来最大规模的救援行动。之前最著名的救援行动是1929年10月24日股灾时，由摩根大通的托马斯·拉蒙组织起来的银行联盟，当天筹集到2000万美元（约相当于现在的2亿美元），第二天增加至每家银行4000万美元。接下来的5周内，银行联盟一共购买了1.29亿美元的股票（约相当于现在的13亿美元），包括美国钢铁公司，AT&T，通用电气，American Can等公司的股票。

33 政变

1998年10月，乔恩·科尔津正在伦敦出差，他打算与另外一位合伙人在萨伏伊（Savoy）酒店共进早餐。这件事情看起来有些不寻常：约的时间是早上7点，并且这天是星期天。伦敦《星期天早报》商业版中的一篇文章称，科尔津会被约翰·索顿与约翰·塞恩赶出高盛公司。注

“看到今天早上的报纸了吗？”在去餐厅的路上，这位合伙人问他。

“嗯，看到了。”

“你打算怎么办？”

“不知道。”

“你肯定知道怎么做，乔恩。你今天穿得很正式，我猜早上你肯定会参加另外一场会议，所以你应该这样做：取消你预约的所有会议。直接去希思罗机场，飞回美国去。在起飞之前，打电话给罗伊·朱克伯格和鲍勃·赫斯特，告诉他们今天在新泽西的家里与你会面，并且在周一早上召开执行委员会之前告诉其他所有人：塞恩和索顿因为公开玩弄政治，伤害了公司的名声，因此将被赶出公司。”

“如果你立刻采取行动，每个人都会理解并支持你。如果你不这样做的话，你的麻烦就大了，因为6个月内他们会把你赶出公司。”

“我不能那么做，”科尔津回答说，“这将会伤害整个公司。”

具有讽刺意味的是，科尔津与他的朋友没能在萨伏伊的餐厅

共进早餐。餐厅关门了。而且周日早上是不营业的。

四个月内，乔恩·科尔津被执行委员会的四名成员赶出了委员会——约翰·塞恩、约翰·索顿、汉克·保尔森，以及鲍勃·赫斯特。许多细小的部分如同拼图的构成一样组合起来赶走了科尔津。

科尔津单方面动用了3亿美元，将长期资本管理公司从困境中解救出来，而这一举动惹怒了公司的投资银行家们，因为科尔津最多只能动用2.5亿美元——并且争取这个额度颇费周折。对他们来说自营业务上投入巨额资本金已经够糟糕了，在资本金稀缺的情况下，动用这么大一笔资金去解救另外一家公司更是不可思议。在并购讨论会上，科尔津坚持己见，特别是与曼哈顿银行、摩根银行，以及1998年初与梅隆银行的私下接触更是触犯了众怒。科尔津任命高级管理人员时非常随意、完全凭个人喜好、毫无章法可循，这与上市公司CEO的角色非常不符。他过于集权的决策方式，与公司传承下来的“一人一票制”及管理委员会制度都显得格格不入，他的交易风格也过于激进。科尔津是个不可预测的人物。这样的例子有很多，在他担任主席的四年间举不胜举。一名委员解释说：“在一件重要的事情上，科尔津总是拿不定主意——可能会不断改变决定。”另外一名委员回忆说：“乔恩的做事风格——特立独行、拖沓又不可预测——他从来不感激执行委员会，甚至连尊重都谈不上。”另外一名委员说：“高盛的行为准则是基于坦率与真诚之上的，但是从第一天开始，乔恩就把这些抛到了一旁，尤其是对待与他一起工作的同事时毫无坦率和真诚可言。”

公司每两年一次的合伙人选举，是管理制度化的体现。在这几个月中要占用每个人大量时间，做每件事情都要小心谨慎。并且，在最后一分钟还会增加或者删减人员名单。有一年，当管理委员会把候选合伙人名单张贴出来时，科尔津说，“噢，上帝！我忘了一件大事儿！帮帮忙吧，伙计们。希望你们再考虑一个人。在东京一起吃饭的时候，我答应过他今年一定升他为合伙人。拜托了，伙计们！就加这一个！”科尔津喜欢根据环境的变

化即兴而变——这是交易员必备的技能——但是对于严谨的投资银行家来说，这未免显得太随意和草率了。

保尔森和科尔津的合作并不密切。实际上他们不喜欢对方，也不尊重对方的领导或管理方式，他们的业务范围截然不同。在执行委员会周会上，他们不仅不能赞同对方，而且争吵和发生口角的次数也越来越频繁。“他们就像十几岁的孩子一样”，朱克伯格说，他在联合国大厦酒店的会议中曾警告过科尔津。在执行委员会的其他成员看来，保尔森和科尔津无时无刻不在争吵，并且吵得越发厉害。合伙人对朱克伯格说，“你不能帮帮忙吗？你了解这两个人，并且他们都很信任你。”在一次执行委员会会议中，争吵达到了白热化的程度，甚至要打起来了，朱克伯格决定不再坐视不管，他把保尔森与科尔津留下来，关上房门，对他们说，“这个问题必须解决了！如果你们再这么继续的话，会伤害到整个公司。”保尔森非常愤怒，以至于1997年的时候他差点儿离开公司，后来又被劝回来了。执行委员会花了一个周末的时间，研究如何解决这一情况。

1998年5月，科尔津提出公司可以有联席CEO。朱克伯格非常严厉地说：“接下来的6个月内，你们两个要证明可以在一起工作，到那时我再考虑你的想法。”回顾以往，朱克伯格非常惋惜地说：“科尔津作为高级合伙人，保尔森作为公司总裁——一个是合伙人的头衔，一个是公司职位头衔——不合情理。甚至可以说是非常荒唐的。当科尔津说：‘公司设两个CEO。我倒无所谓。我一点儿也不在乎。’他错了——错在认为他们可以一起工作，错在他根本不了解保尔森。”但是，委员会仍然决定接受科尔津和保尔森一起工作的想法。

就在同一年春天，公司决定于当年秋季上市。但是俄罗斯金融危机引发的市场动荡使公司不得不推迟了上市时间。

让科尔津离开公司的结论不是由一件事情决定的。拼图游戏的每个部分都是结构性的：首先，科尔津决定将执行委员会维持在

6个人的规模内，而不是如以往一样更庞大的机构，他对别人的建议置若罔闻，然后孤立塞芬和朱克伯格，但是并没有安排忠诚的亲信加入执行委员会。其次，他不重视执行委员会，而是将权力集自己于一身，随心所欲。而执行委员会的其他成员认为委员会是合伙人的最终权力机构，所有的决策都应由执行委员会代表合伙人进行决定。第三，科尔津非常自信地认为他有坚实的力量后盾，但是他没有意识到小小的执行委员会能够颠覆这些力量。他逐渐失去了执行委员会的支持，他原本应该意识到，委员会有权力——如果他们想赶他走的话——撤掉他的高级合伙人及执行委员会主席的职位，并且也能把他从合伙人中驱逐出去。

在宣布上市的3个月后，公司停止了IPO进程，这对于投资银行家们来说无疑是非常难为情的事情。更痛苦的是，推迟IPO——特别是在向这些人展示了他们能得到多少钱之后——令受惠于公司公开发行的200名股东、345名管理总监，16500位员工感到惊慌失措。与此同时，高盛公司的交易损失近10亿美元，与拖垮长期资本管理公司的持仓情况相似，这令公司的许多人都为之羞愧。当公司交易损失逐步扩大，吞噬了投资银行创纪录的佣金收入时，公司的投资银行家和交易员之间的关系变得紧张起来。

执行委员会的个别委员也开始跟科尔津对着干了。1996年，戴维·塞芬开始对这份工作失去兴趣，决定不再担任管理合伙人，他认为自己已经尽力将交易部门打造成为强大的赢利中心。因此除了对公司以及对合伙人的忠诚之外，他找不到任何留下来的理由。作为一个交易员，塞芬对业务的理解与科尔津相似，因此即使在他们关系不够融洽时，他们对于关键问题的看法也总是一致的，塞芬经常与科尔津站在一边。

同样地，朱克伯格与科尔津关系也不错，经常支持他的决策。作为股票部门的共同负责人，塞芬与朱克伯格经常分享专业上的心得及个人看法；他们曾经一起成功地重构了公司的组织架构，定位了公司主要的战略。1997年初朱克伯格当选为公司副主席，曾经打造了两条强劲的业务线，公司的业务和股权结构朝着他设想的方向发展，但是他年纪越来越大，并且经常被在管理委员会上保尔森和科尔津之间的争吵搞得筋疲力尽。1998年11

月27日，朱克伯格成为有限合伙人——他签署了保护自己股权利益的协议，虽然一年内重启IPO是基本不可能的事情。他也给乔恩出主意："乔恩，我们是多年的老朋友了。你应该听听我这个老朋友的建议：你需要在执行委员会中安插一些自己的人——你能够愉快合作，并且能与你一起融洽工作的人。"

"谢谢你的建议，罗伊，我非常感激这么多年来的友情以及你对我一如既往的支持，但是我觉得现在不是大力变革的时候。我们没问题的。"

"乔恩，你真的应该好好想想。他们会置你于死地的。"

当塞芬退休的时候，他在管理委员会的职位被约翰·索顿所取代。科尔津启用索顿表面上显示出两人关系不错，但事实却复杂得多。索顿反对公开上市，他认为公开上市是"一个巴掌拍不响"；他认为公开上市将最终导致公司被大型商业银行兼并，并且认为公司会陷入老套的陷阱中：无视公司的整体发展战略而采取鲁莽的行动。

当1998年朱克伯格退休的时候，他的位子一直空着，执行委员会只剩下5个人：科尔津，保尔森，赫斯特，塞恩和索顿。

其他人对科尔津表现出越来越多的不满。1995年塞恩被派到伦敦接替科尔津成为公司的首席财务总监。科尔津在固定收益部门与塞恩共事多年。他们相互尊重并欣赏对方的才能，特别是在风险管理方面。科尔津很自然地相信塞恩，因此将他当做自己的"亲信"，派他去伦敦。但是塞恩不是科尔津的代表。塞恩认为自己是独立的，只为自己着想。

在伦敦时，善于与公司高级管理人员建立亲密关系的索顿结识了严谨的数理分析员塞恩。他们两个的理解能力超强，并且善于制定宏观战略。作为搭档，他们两个非常合拍：一个是富有远见的蓝海战略家、具有创造力的高层关系银行家、精通计算机的公司财务总监，另一个拥有交易、固定收益和风险管理方面的成功领导经验，以及丰富管理技能。两个人经验丰富，思想非常成熟，并且他们年纪都不大：索顿41岁，塞恩年仅39岁。对科尔

津，他们并没有那么忠心耿耿。

1994年，布莱恩·格里菲斯，公司聘请的英国国家顾问，给索顿打电话说："约翰，你听到那个好消息了吗？"

"没有，你听到了什么？布莱恩？"

"乔恩·科尔津被选为公司新的高级合伙人。他确实很受人们的爱戴！"

"去死吧！这是个坏消息，布莱恩。我们并不需要什么受欢迎的人。公司需要一个真正的领导者。"

索顿从来没有见过科尔津，个人对他并没有什么偏见，但是公司处于危机当中，因此他认为挑选高级合伙人的首要条件是具有领导才能。

后来，成为执行委员会新成员之后，索顿迅速与科尔津划清界限，他这样告诉科尔津："乔恩，现在你是公司的当家人，因此对于执行委员会讨论的99%的议题，我会发表我的观点，但是最后由你来决定。但是1%的时间——在一些重大问题上——我会坚守合伙人协议上的管理规定，作为6人中的一员进行投票——就像我们应该的那样。如何？"

"完全理解，没有问题。"

对于前任高级合伙人多年来一直致力于与其他公司建立良好关系的公司而言，自营交易员出身的科尔津很出人意料地与众不同。他关注于市场，而不是客户关系。午餐后在公园大道上散步的时候，刚刚与IBM的CEO郭士纳进行了几个小时谈话的吉恩·法伊夫，闯进了科尔津的办公室，问他，"你认识郭士纳吗？"

"不认识。"

"那我安排一次会面如何？"原以为高盛公司的管理合伙人——或者任何一家投资银行的高级管理者——会跳起来抓住这个

难得的机会，与美国最大公司的最有成就的CEO见面，法伊夫得到的回答却那么让人难以置信。

“我为什么要那么做？”很显然这背后的意思是：这种会面简直就是浪费时间。科尔津依然是自营债券交易员的思维模式。后来，当科尔津有更多机会与公司CEO们进行一对一见面的时候，他发现自己开始喜欢上了这种会面——用他非常热情、谦虚及直率的言谈举止——并且这种会面非常有效。他开始投入到与海外客户的联系中。

科尔津经常与其他合伙人举行“私人”会谈。“这件事别告诉汉克。这是我们两个之间的秘密——从现在开始。”

执行委员会最后达成了共识：科尔津不适合做高盛公司的领导人——特别是作为一家上市公司的CEO——并且他不愿意改变。他过于散漫的个性，不适合这家快速成长、拥有复杂组织架构的商业巨头。公司的核心需要严格自律。

塞芬与朱克伯格出局后，保尔森得到了索顿与塞恩的支持，现在只需再有一票就能赶走科尔津了。索顿与塞恩知道保尔森打算过两年将公司的领导权交给他们两人。赫斯特现在成为关键人物。他与科尔津一起领导投资银行业务时，就对其一直心存不满。有些人认为赫斯特与其他三个人不同之外在于他是犹太人，这对于曾经获得“犹太公司”称号的高盛来说至关重要。当科尔津与他的家人圣诞节在科罗拉多的特柳赖德滑雪的时候，保尔森、索顿、塞恩与赫斯特达成了共识：科尔津必须离开公司。

时机非常重要。执行委员会的规模亟待在几个星期内扩大。一旦公司上市，CEO人选的变动将由董事会决定，而不是由执行委员会作出决定。如果他们想要将科尔津赶出公司，那就必须现在动手。长期以来，决定合伙人去留的权力一直保留在执行委员会。根据修改后的合伙人协议，终止对科尔津的任期需要这5个委员中的80％通过——也就是4票。现在有了赫斯特的一票，那就一共是4票，80％的通过率。保尔森、赫斯特、塞恩和索顿同意免去科尔津高级合伙人的职务。

在构想公司组织架构的变革时，一些合伙人提到了鲍勃·赫斯特家中召开的晨会；另外一些人认为约翰·索顿“洗脑”的战略规划能力非常令人振奋；还有些人说，“不要低估汉克·保尔森”。公司内部员工认为塞恩关键时刻的决策已经使他成了合格的公司领导人。

塞恩认识科尔津的时间最久，也是科尔津孩子的托管人，于是由他来告诉这个决定：科尔津的任期将在公司上市之后结束——为了保证公司表面上的稳定——然后他必须离开公司。他不得不接受了这个决定。他们有投票权——如果他拒绝的话，他们有权力在IPO之前减少他持有的股票数量。

科尔津除了求救于所有的合伙人之外，别无他法，但是已经没有足够时间这样做了。就像一位合伙人说的那样，“如果需要所有合伙人共同决策，科尔津就不会丢掉他的职位；他在公司内非常受欢迎，很多人忠于他。但是在小组内，当他环顾四周，已经没有可以依赖的人。这就像是罗马帝国历史的重演。”注

得知这一消息时，科尔津的眼泪在眼圈中打转，但是他依然表现得非常像一个男子汉，他打电话给关键的客户及纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克康纳，说他决定辞去公司CEO职务，但是依然会担任公司联席主席。

当所有风暴退去后，公司如过去一样，不断稳定成长并日益强大。科尔津坚持上市计划条款的变更应由200多个董事总经理来决定，而保尔森和索顿认为这应该由执行委员会决定。

保尔森为了赢得公众的认可，公开向媒体表示，“现在是一个管理变革的年代，将会对公司未来产生长远的影响。公司现在做得非常好，我们认为在上市之前推进变革是非常有意义的。这是一个真正的管理变革的年代。”5月9日，公司成功上市，5月18日乔恩·科尔津宣布辞职。科尔津的举止非常古怪，虽然他直接宣布辞职，但是离奇的故事迅速传播开来。例如，科尔津的豪华轿车有一天将他从新泽西的家中带去了位于曼哈顿的高盛公司总部。他一直待在车里。其间他接到了一个重要的电话，就在车里

开始工作。在他接电话的过程中，他的司机给科尔津秘书打电话，让她来取一些资料。《纽约杂志》的记者将偶然撞到的这一幕演化成了一个故事——科尔津每天都会这么做——每天都将他的豪华轿车停在高盛总部旁边的路边，在车里工作一整天。

在集中精力上市的时候，科尔津还组织了一群投资者接管长期资本管理公司的工作。2000年2月，新泽西州议员弗兰克·劳顿伯格宣布他将不再考虑连任。这正是科尔津所梦寐以求的——一个全新的领域。他解释说：“我喜欢竞争，我喜欢胜利。参与竞选，是我经历过最具挑战意义的事情。”科尔津花了6000万美元，赢得了竞选。他为参议院服务过一段时间，然后成功地当选为新泽西州州长。

---

1. 这个故事只刊登在第一次印刷中，接下来几次印刷中该文章很明显被删掉了。但是其他报纸在引用原文时注明了出处。

2. 执行委员会会议决定保尔森立刻接任公司副主席，6月份合伙人会议中选举保尔森为高级合伙人。

34 正确的投资管理

高盛历史上最有意义的一次讨论发生在汉克·保尔森和约翰·麦克纳尔蒂之间，那是1995年，讨论进行了几个星期。他们最终形成策略的基本思路可以用一个简单的例子来描述：我们用以装饰圣诞的小树从种子长到8~10英尺高需要20年时间，但我们买的树却只有6~7年的树龄：一些枝干从壮年树干上剪下来嫁接到根系发育完整的树干上，这样可以给嫁接出的树枝提供充足的养分，使之很快长成枝繁叶茂的大树。麦克纳尔蒂——这位因心脏病而离职休养的高盛资产管理公司顾问——说服保尔森，通过把高盛资产管理部的投资嫁接到高盛强大的分布网络中，这样将催生管理资产的快速增值，并带来强劲的、近乎无风险的利润增长。

保尔森安排麦克纳尔蒂和他的朋友戴维·福特到高盛资产管理公司工作。高盛资产管理公司很快有了新气象，因为福特和麦克纳尔蒂较之他们的前任有更多优势。一个关键性的优势是公司同意他们的工作业绩指标将基于其所管理资产的总市值——高盛资产管理公司未来的收益能力，而不是当期的报表收益。

“我当时灵机一动”，麦克纳尔蒂说，“正确评价高盛资产管理公司的经济价值的方法不该是当期利润，而该是累积资产管理规模——这是获得未来利润和利润增长的源泉。”高盛的传统是，任何一个部门，不论内部工作流程如何复杂，在评价时只基于一个最简单的标准：今天帮你的合伙人赚到钱了吗？这是高盛习以为常的做法，也是它和那些传统华尔街合伙人打交道的通常方式。但在一些其他行业里事情却不是这样，比如石油天然气勘探，人身保险和养老金，投资管理等。在这些行业里，第一年的大幅成功意味着失败。评价这些行业的唯一方法是使用管理会计来计算那些长远投入所带来的长期经济收益的现值，比如钻了井，培养了客户，获得了专营权等，这些投入将带来持续很多年

的未来收益。

幸运的是，对高盛资产管理公司和高盛来说，保尔森对麦克纳尔蒂足够欣赏和信任，并愿意听他的解释。当看到兼并收购的银行家们将资产管理公司以超高的赢利估价卖给金融大鳄之后，保尔森意识到麦克纳尔蒂和福特已经对管理高盛资产管理公司的最好方式有了突破性的理解。高盛资产管理公司的价值不在于当前的利润，而在于其旗下管理的资产总量。

改变整个评价成功的理念从一个看起来不太可能的途径得到了强有力的证据：投资银行部门。高盛曾在收购几家资产管理公司的案例中担任投资顾问和投资银行，从中理解到市场因何对这些资产公司如此高估。这种理解对于转变评价业绩和责任的标准来说非常关键，并最终使麦克纳尔蒂和福特得以改造高盛资产管理公司及其业务。这意味着反对和抱怨已经没有了基础——事实上对公司的长期发展来说这可能是最好的方案——高盛资产管理公司的业务可以在不挣什么钱的状态下发展几年，只要这种发展可以带来所管理资产的大幅增加。基于对资产管理收入的青睐，股市和债券评级机构会给予那些可靠的持续性利润相比交易赢利或投资银行业务收入来说更高的估值。

1994年从史蒂夫·弗里德曼手上接过高盛资产管理公司的时候，乔恩·科尔津和汉克·保尔森必须重新决定高盛资产管理公司应该做什么以及如何做的问题。经过协商，保尔森日后将集中在如何改善内部运营上，而科尔津则关注于收购。保尔森欣赏并信任麦克纳尔蒂,并愿意倾听他的意见，因为他知道麦克纳尔蒂是个聪明、有主见、进取心强、有着企业家头脑的实干主义者。麦克纳尔蒂则这样评价科尔津和保尔森：“他们并不真的懂投资业务，但他们愿意问任何问题。他们的关注给了我成功的力量。”在私人客户服务业务启动之后，麦克纳尔蒂从一个部门转到另一个部门，一以贯之他的管理方式，并一如既往地取得了成功。他和保尔森时刻保持沟通，向他解释高盛资产管理公司业务的意义以及如何使之走向现实的成功。他关于评级机构更偏好资产管理费用收入而非交易收益的意见给科尔津和保尔森带来特别的影响，因为，作为一个没有永久资本的私有合伙人，高盛在评

级上一直落后于它的竞争对手——那些主要的大投行。

作为一个公司策略的专业观察家，麦克纳尔蒂对他的职业这样自我解嘲，“这是我们在高盛的最后一份工作，戴维，”麦克纳尔蒂警告福特，“我们是先驱者。你知道这些人是干什么的：他们和印第安人开战，征服了这片土地，经历了所有大风大浪。多年以后，人们建起了纪念碑来纪念这些无名的先驱——有鸽子从远处飞来，在他们头上拉屎。所以，戴维，这是我们的宿命：鸽子屎。”

这个笑话背后是两个成功的伙伴，他们把所有精力都放在了把高盛资产管理公司从摇摇欲坠的业务变成高盛非常成功的一项业务上面。按福特和麦克纳尔蒂的看法，如果收费型资产管理业务可以大规模开展起来，高盛资产管理公司将在战略上对公司产生重要的影响，特别是对科尔津和保尔森而言，他们当时正集中力量使公司以尽可能高的价格公开发行上市。保尔森和科尔津在任命福特和麦克纳尔蒂担任高盛资产管理公司负责人时，曾明确表示“把资产管理业务建起来，至少可以让它加速转型”。麦克纳尔蒂告诉保尔森：“我会一直待到高盛资产管理公司赢利为止”——事实上他确实待到了2001年7月，那时高盛资产管理公司迎来了首个赢利高峰。

科尔津和保尔森联手给高盛资产管理公司罩了一层保护伞，使其免受来自其他部门，合伙人，甚至是管理委员会的非议。有了他们的支持，福特， 麦克纳尔蒂和他们的团队可以安心起跑。苏珊娜·多纳霍从投行转过来，戴维·布拉德从约翰·塞恩领导的债券部转过来。(注)

麦克纳尔蒂和福特尽力为高盛资产管理公司寻找各种机会。麦克纳尔蒂说服保尔森公司该从竞争对手那里挖掘高级人才，即使这些公司可能是其他部门的客户，这样做可能会损害那些相关部门，也该这么做。这时科尔津和保尔森取消了曾束缚他们前任手脚的那些限制性规定。现在福特和麦克纳尔蒂不仅可以从竞争对手那里招人，而且可以投入公司资金用收购的方式壮大高盛资产管理公司的业务。现在高盛资产管理公司可以进一步在新的业

务领域自由竞争，尽管这些业务——对高盛资产管理公司是种新东西——可能从高盛证券业务的客户们那儿抢走生意。保尔森说如果其他合伙人的客户报怨公司或惩罚公司的话，他会代为受过。他信守了为高盛资产管理公司提供保护和资金支持的承诺。

令人鼓舞的是，公司很快认识到，机构投资者的实际动作比他们叫嚣的要少得多。虽然主要股票经纪客户威胁如果高盛资产管理公司对他们形成竞争，他们将削减合作，但几乎无一例外地，这些威胁——不管多么强硬和高调——都只停留在口头上。机构们需要高盛，而高盛所提供的流动性要超过它们中的任一家。另外，发出这种威胁的人在机构投资者中只是少数，而且绝大多数人也并不能代表他们整个机构。那些关注与公司进行大宗交易的机构交易者对在养老金开户上的竞争并不在意。由于在每个账户上的竞争者众多，他们不会仅仅为了减少这一家公司的竞争而弃用他们最重要的大宗交易公司。当压力来的时候，他们的高层也不会让他们这么做的。所以虽然有很多威胁的声音，但真正的行动却很少，也从来没有持续多久。

公司一向认为通过资产管理挣得的1美元，和通过交易、承销、套利或是股票经纪等挣来的1美元没什么区别。但是就算表现平平，投资管理业务的市场估值也往往高达20~25倍，而交易业务的估值只是当期赢利的5~10倍。换句话说，由资产管理挣得1美元的市场价值是由交易收入所得1美元市场价值的4~5倍。显而易见，当下紧迫的任务是取得资产的控制权，理想的方式是通过优质投资部门收购，并动用公司强大的营销力量在市场上尽可能快速地积累资产。

麦克纳尔蒂，这个从来不会刻意谦虚的人，承认自己有发现天才的敏锐嗅觉，“我对天才的嗅觉非常灵敏”。从1996~1997年，高盛资产管理公司新增了200个雇员，规模上扩充了一倍，提高了应付各种业务的技能。同时，扩张也带来了压力，很多新人发现他们桌子上连个电话也没有，甚至要在办公桌上腾出一块儿位置都难。

福特、麦克纳尔蒂、多纳霍和布拉德实施了一个看起来相当

大胆的计划，特别是对一个前途还不明朗的新业务来说。就像麦克纳尔蒂所说，“我们要复制高盛的模式，致力于全球化和多种产品经营。如果只是一家美国的资产管理公司，我们将永远无法和高盛的战略相适应。我们必须有和当前机会相适应的雄心和勇气”。

这些想法看起来如此大胆，或许只是个不太好笑的笑话，但也可能是深具洞察力的睿智之举。保尔森最终认为福特、麦克纳尔蒂、多纳霍和布拉德应该是对的。对他来说，科尔津已经开始寻找资产收购目标。就像麦克纳尔蒂看到的，“乔恩·科尔津已经对资产管理业务的收购迫不及待了——或者两家或者三家——总之，规模越大越好”。他先试着收购荷宝公司（Robeco）然后接触梅隆。和惠灵顿波士顿管理公司的正式合并讨论了几个星期，和普信集团（T. Rowe Price）的洽谈也启动了，虽然这一接洽最终只停留在了前期，因为普信集团只想多一个投资者，并不想改变公司的所有人。科尔津几乎已经拿到了格兰瑟姆（GMO），一个位于波士顿的运作相当成功的管理公司。如果成功，这个价格将使格兰瑟姆公司的杰里米·格兰瑟姆成为高盛最大的股东。但格兰瑟姆改变了主意，终止了谈判 (后来，不顾客户的乐观估计，格兰瑟姆坚持认为互联网的繁荣只是泡沫，这使得他们在投资上采取了极为保守的策略。这种策略让他们失掉了互联网千禧牛市，其资产一度由8000万美元跌至2000万美元；然而不久以后，格兰瑟姆对互联网的态度被证明是明智的，它的资产旋即增长到1.5亿美元)。合伙人帕特·沃德和约翰·塞恩也与斯蒂芬·齐默尔曼和鲁宾·杰弗里接触，希望以50亿美元的价格购买他们的东家——水银资产管理公司，一家英国顶级的投资管理公司。但他们从高盛资产管理公司得到的支持有限，事实上很可能受到了强烈抵制。虽然科尔津致力于收购那些相对有实力的管理公司以增加资产总量，但业务前线的那些同事则不以为然；对他们而言，比较明智的做法是收购那些虽然小，但其经理人有能力管理更多资产的公司。“购买资产其实是购买过去，”布拉德说，“更加明智的收购应该是把那些顶级人才网罗进来，利用他们建立起自己的资产管理业务。”

麦克纳尔蒂、福特、多纳霍和布拉德采取的策略总结起来相

当简明，但在雄心和想象力上却无与伦比：“3×3×10”——三分大陆市场，三分市场渠道，十分投资“产品”。注 这种策略总结看起来简单，但其雄心却是将高盛资产管理公司从仅有10年重复变革的企业变成一个全球化的资产管理中心，像洒水车一样创造无尽的利润。

现在看来，他们的多元市场和多元产品战略可能被看做是理所当然的正确选择，但在当时，作出这种决定并不容易，特别是在权力中心层，占主导的业绩评价方式依然是当年利润。当麦克纳尔蒂、福特、多纳霍和布拉德拿出他们10年或15年的远景规划时，绝大多数合伙人嗤之以鼻，认为他们的这些雄心壮志根本就是无稽之谈。“那些高盛资产管理公司的家伙正在尽力鼓吹先赔两年钱再说！”

高盛的那些合伙人倾尽全力应付那些高难度的业务，而公司的实力从来都是从当前赢利能力中体现的。不是谈论当前赚取的能存入银行的利润——这些是管理委员会的每个人都津津乐道的——麦克纳尔蒂这些人事实上在鼓吹高盛资产管理公司该接受至少几年的亏损。对那些一直被现金利润熏陶教化的管理委员会大佬们而言，这种说辞纯粹是在胡说八道。故意赔个10年的钱，只为了一个虚幻的从未听说过的“打造品牌”一样的东西，对这些管理高层而言是不可理喻的——没有比把损失叫成“投资成本”更荒唐的了。损失就是损失。

高盛资产管理公司的业务还在和微薄的利润纠缠争斗，在公司里和市场上依然没有地位。它有可能发展成为一个全球中心，一个世界上最大的、最赢利的、发展最迅速的资产管理公司吗？它可能为高盛带来巨额的、持续不断的利润吗？这些一贯大胆的家伙——特别是对那些奇怪“为什么不干脆关了高盛资产管理公司这个赔钱货”的人来说——麦克纳尔蒂有能力说服别人他们的雄心壮志是可行的。他对任何有耐心听他讲的人解释“3×3×10”这个战略：三个市场将同时起步：北美、欧洲和亚洲。三个市场渠道也将齐头并进，服务三类主要的客户群：通过直销和投资顾问为机构投资者提供服务；以第三方或顾问的角色，通过直销或顾问服务向具有分支机构的其他投资经理提供国际投资等特别领域

的服务；为一些超级富豪提供私人理财业务。10种投资产品将被开发出来：货币市场基金（通过ILA)，高等级债券，市政债券，量子策略，大市值成长型股票，大市值价值型股票，小市值股票，跨国股票，由其他基金公司转包的特别基金，通过基金中的基金衍生的对冲基金。

让人惊讶的是，公司的管理层花了整整10年的时间才理解投资管理的精髓。高盛资产管理公司的发展历史生动地体现了高盛的格言，“尝试，尝试，再尝试”。他们曾用这种方式建立了众多的新业务：选一个或两个有能力、有魄力、有前途但还没成为业务明星的年轻人，指着远处的小山对他们说，“恭喜，你被选中了，我们要你找到一个拿下那座小山的方法。这不容易——可能相当困难——但公司相信你会漂亮地完成任务。我们知道你行。现在，出发吧，去把那座山攻下！”当他们成功的时候，公司会为这些成功的年轻人庆祝，并让他们征服另一座或许更难攻下的小山。如果没有成功，公司会选另外一两个有能力、有魄力、有前途的新人去做。如果还不行，就再选人，直到成功为止。

麦克纳尔蒂还在寻找收购的对象，最好是那种不大却有较好投资产品和交易能力的公司。这些公司只需要在销售上获得一些帮助就可以大有起色，而这正是高盛的优势所在。收购得到了合作伙伴米尔顿·柏林斯基主持的兼并收购业务的支持。他的身份是销售代表，专门在中小投资公司——高盛的机构销售人员已经和它们有过长期密切的合作——和大银行，保险公司和其他大机构之间牵线搭桥，将投资公司发展成为他们的“战略合作伙伴”。高盛在这个新兴市场中的位置恰如其分，它可以通过整合双方以得到更多的收益。

1995年，坐落在坦帕的自由资产管理公司（Liberty Asset Management）——一个曾把雷蒙–詹姆斯公司（Raymond & James Company）赶出零售代理领域的公司内，赫伯·埃勒正在和柏林斯基商谈其销售代表事宜。恰好有一次麦克纳尔蒂和柏林斯基共进午餐，麦克纳尔蒂问柏林斯基：“你知道有哪些投资经理很有实力但在市场营销上比较弱的小公司可以让高盛资产管理公司收购吗？”除了高盛为何会在短时间内从代理人转换成为委

托人这样一个明显有利益冲突的问题，这是个在恰当时候问的一个恰当的问题。自由资产管理公司和另一个大金融服务机构的谈判刚刚破裂，正处在水深火热中，高盛资产管理公司当然可以找上门谈条件，它已经确信自由资产管理公司处于待购状态，并已经了解到柏林斯基在做销售代表时所知道的所有信息。

合并谈判进行得很顺利，麦克纳尔蒂和埃勒也建立了很好的个人关系。埃勒认识到高盛募集资产的实力，麦克纳尔蒂也对自由资产管理公司投资的收益印象深刻。麦克纳尔蒂这样形容："自由资产管理公司开发了相当有实力的产品，并且有一支绝对热爱投资的队伍。如果你在周末早晨打电话给他们，他们正在做他们最喜欢的事——读年报！这是一种热情，一种个人的热情。他们是这样热衷于投资工作，你可以说他们都快上瘾了。"

福特补充说："我们当然也给对方带来了很多好处。首先，我们有很强的分销网络，可以为自由资产管理公司筹集到很多资金，让他们实现个人的梦想。其次，我们有相当专业和精密的风险分析和风险管理经验，可以教会他们如何防止不必要的投资风险。注再次，我们可以为他们提供安全可信任的后援支持，让他们安心做他们最感兴趣的事：投资。间接地，我们还可以帮助他们保持组织纪律性，因为我们手里有一根大棒：高盛资产管理公司可以把这样的权力写入合同：如果自由资产管理公司搞得不好，我们有权把所有人都从坦帕弄到纽约来。"

但签订最后协议并不容易。赫伯·埃勒看到草拟的法律文件后威胁说要取消协议。高盛的律师本应该弄明白合同法和收购法的区别，但他在确定一些条款的时候下手过重了，因为他不懂服务行业中并购成功的关键是双方的互相信任。高盛的银行家要求律师对合同认真审查，因为律师草拟的合同里所有地方都是对高盛有利的。每一条描述的都和埃勒预想的双方已经接受的内容大相径庭。埃勒认为高盛资产管理公司想欺骗他，他愤怒了——至少愤怒不比失望少，他公开声明："交易结束了。"

经过几周的沟通，　麦克纳尔蒂已经对埃勒很了解了，出现这样的结果让他意识到一定是某些地方出了差错。他知道应该有

可以挽回的余地，可是问题究竟出在哪儿？“对了！”麦克纳尔蒂自言自语，“犹太人的赎罪日（Yom Kippur）。”埃勒知道柏林斯基，这个投行部的合伙人，再也不能主持这个谈判了，只要有他在，高盛资产管理公司就不能有效解决双方的问题。麦克纳尔蒂和埃勒必须亲自上阵了。对麦克纳尔蒂而言，这使他意识到埃勒是多么睿智：“正因为他的聪明，我们必须赢得这次合作，因为一个如此有头脑的人将是高盛资产管理公司未来的支柱。”麦克纳尔蒂找到科尔津，解释了所有事情，但科尔津并不理解。他试图劝说麦克纳尔蒂冷静下来：“你得到了不少，也失去了不少。我们会好起来的。”但麦克纳尔蒂无法冷静下来。

他接下来马上去找保尔森，对他说：“让我们赶下午7点从内瓦克出发的飞机。”保尔森同意了。到坦帕后，他们立马进入角色，语气坚定。“赫伯面前放着那份合同，上面他做了很多标记——每页都有。我们的想法是一条条地解释这些条款。”当埃勒指出一条他不喜欢的条款时，麦克纳尔蒂会问：“那么你觉得怎么样好，赫伯?”一条条地，　埃勒说出他认为已经得到双方认可的想法。一条接着一条，保尔森只说一个字，“行！”保尔森说了一打这个字，“行！”“行！”“行！”当所有条款都解决完，埃勒说：“我们员工需要到另一个房间讨论一下，然后投票。”半个小时以后，埃勒的员工们带着笑容走出来。他们投票的结果是通过。

下一个紧要的问题是让自由资产管理公司的每位员工明白虽然他们还留在佛罗里达，但管理者是高盛资产管理公司。麦克纳尔蒂回忆他是这样做的，“我告诉自由资产管理公司的员工他们可以留在佛罗里达，但我也在我的大储藏室里预备好了暖和的棉衣。如果工作业绩不那么像样的话，我就会把这些棉衣送到坦帕去，因为他们都得北上到我这儿来——在这儿干。自然地，这使每个人清楚地理解他必须一如既往地取得好成绩。强调这一点对他们是不错的——当然对我们也不错。”

当距离收购日期还有一个星期的时候，福特打电话给埃勒说：“我想大家取得这样的共识很重要，即我们将来只有一个品牌。合并后，我会打电话给你的办公室，你们只能有两种接听声

音，‘高盛’或‘高盛资产管理部’。你可能需要印些名片——不用很多，但该有——上面用大号字写着‘自由资产管理公司’，后面用小字加上‘高盛资产管理部’；之后我们会变成大字为‘高盛’，小字为‘自由资产管理公司’；最后我们会换上新名片，上面只有‘高盛资产管理部（高盛资产管理公司）’。赫伯，你要时刻记着，我们是公司的品牌。”

几天后，埃勒来到了高盛位于纽约的办公室，福特带他来到那面朝南面向外港俯瞰曼哈顿的玻璃窗前，说：“告诉我你透过窗户看到了什么？”

“河、渡轮、自由女神像……还有布鲁克林。什么意思？”

“只关注布鲁克林，那是我们的目标。我会想办法把你送到那儿，用渡轮、隧道或直升机。你只要集中精力在布鲁克林，别管那条河。”福特的意思很明确：自由资产管理公司只关注投资即可，高盛资产管理公司会做好市场的事。

几年以后，发生了另一场关于自由资产管理公司5年支出的讨论。埃勒打电话给麦克纳尔蒂：“我一直在阅读收入支出报表，认为它相当不公平。我们近年来做得相当漂亮，但如果市场——成长型股票——忽然之间不利于我们的话，那我们的状况就会很不妙，投资者也会一哄而散。而我们有可能因股票市场的波动而受到极大伤害。”

“我也觉得不太好。听我说，赫伯，你是所有者。你已经将自由资产管理公司卖过一次，后来又买回来，所以你该知道全部情况。如果你能拿出个公平的方案，我们会照着来的。”后来，埃勒果然拿出了一个更好的回购方案。麦克纳尔蒂回应道：“我确实建议他们持有50%高盛的股票。他们同意了，而且干得相当出色。”高盛的股票因此翻了一番，并在2007年再翻一番。

高盛首次收购自由资产管理公司的交易发生在1995年，当时自由资产管理公司管理的资产规模是45亿美元。10年后，它旗下管理的资产规模已经达到230亿美元，并还在不断增长中，因为高盛资产管理公司的分销网络太强大了。高盛资产管理公司

为收购自由资产管理公司曾付出8000万美元，经过10年的资产强劲增长，埃勒团队的回购价格超过了20亿美元。

高盛资产管理公司也在寻找更多类似的公司。一个相当有可能的机会是罗森伯格资产管理公司（Rosenberg Captial Management），位于西海岸的一家优秀的投资公司。柏林斯基，帮高盛出售资产管理公司的银行家，忽然由罗森伯格的代理人变成了交易方，对他说“我们有兴趣买你的公司”，克劳德·罗森伯格大吃一惊。这再一次涉及利益冲突问题，但罗森伯格还是决定去会一会高盛资产管理公司。

高盛资产管理公司很快发现，收购罗森伯格资产管理公司潜在的问题是业务上是否能契合。罗森伯格资产管理公司有一个小型的国际投资产品，他们特别想继续做下去。但高盛已经是一家完备的国际投行，在每个主要的国家都有分部，位于伦敦、纽约、中国香港这样的区域总部对各个主要的经济部门和重要公司都有出色的研究。再多一个在旧金山的国际投行总部对高盛而言不好对客户交代。“那是个生活环境很不错的城市，”福特说，“但相对于伦敦，纽约或中国香港，旧金山并不适合做一个国际投资中心。”因此，保持罗森伯格资产管理公司的产品独立就会带来一系列问题。“我们正在买入一个我们将放弃——也应该放弃的业务。这不是个聪明的选择。”

更大的问题在于债券管理。高盛资产管理公司和罗森伯格资产管理公司都有债券管理部门，二者在投资方式上很相近。最显而易见的解决方案是把罗森伯格资产管理公司的债券资产和主要从业人员请到纽约来，和高盛资产管理公司的团队合二为一。但已经在旧金山安定下来的罗森伯格资产管理公司员工显然不同意这样做。而且，高盛资产管理公司也不会同意为一个重复性的债券业务全盘买单，特别是这样两个相似的部门会让客户们感到混乱，那些为机构投资者提供咨询服务的咨询师也会在选择经理人时感到不便。“那样我们处处都会碰上‘渠道冲突’，”福特说，“还有其他问题。旧金山离纽约太远了，而高盛资产管理公司的总部

在纽约。虽然克劳德·罗森伯格在养老金市场上声望颇佳，但他已经退休了，目前还没人能顶替他的位置。另外，他们公司内部斗争严重，却没有产品创新的流程。”所以，经过慎重考虑，福特和麦克纳尔蒂决定放弃罗森伯格，转而继续寻找新的收购对象。注很快，他们就有了新消息。

“你知道我在今天的《金融时报》上看到了什么？”那还是1995年的春天，乔治·沃克刚刚从投行部调入高盛资产管理公司。沃克一直被视为一个战略思想家，他在1995~1996年影响了三桩重要的收购——这些收购的估值不是基于现有管理资产规模，而在于这些公司与众不同的投资能力。利用高盛强大的销售网络和商务拓展能力，这些并购带来了其后5~10年高盛资产管理公司旗下资产的增长。

沃克挥着手里的《金融时报》，笑着。英国政府已经决定将英国煤业委员会养老金管理私有化，这让沃克看到了机会。“英国煤业委员会养老金托管权的拍卖流拍了，没卖成。但这不是说没戏了。我觉得听起来好像比较不靠谱儿，但我敢打赌我们可以通过协商得到英国煤业委员会的授权，只要我们能快点儿给出足够优厚的条件。”经理们能够锁定收取未来几年管理费的权力，这些管理费由英国政府作担保，相当稳妥。

“但是，乔治，我们究竟要买什么？那只是管理两个大型养老金的合同——而且只有七八年。资产规模不够大，乔治。”

“是的——但你们还是错了。你们还没有意识到这里边的好处。这样想就清楚了：英国的养老金业务长期以来并不对外开放。四个大型英国投资公司——另有四个英国咨询精算机构负责对经理人的审查——控制了英国几乎所有的养老金业务。就像你们今天看到的，事实上我们根本无法进入。但是，如果我们可以赢得这个单子，马上就可以进入市场了。我们可以向那些咨询公司证明我们的能力——它们也必须注意，因为我们最终可以摆脱它们对于像高盛这样的非英国投资经理人的控制。至少我们可以先找个立足点，然后慢慢发展。如果我们表现得足够出色，就证明我们可以建立和管理大型投资机构，我们就可以发起一场销售

战，拉拢这些投资精算机构，这样它们就会给我们带来越来越多的业务。最起码，当它们的客户要选经理人的时候，它们就会给我们各种机会，把我们列在它们的清单里，让我们可以赢得更多的商机。”

英国煤业委员会已经经历了两次流拍。高级投资经理们是反对英国买家收购的死结，因为他们知道这样一来他们就会成为多余的人，因为买家经理必然已经在所有重要岗位上安排好了人手。另外，因为涉及50万煤矿工人的养老金，英国政府显然想找一个有实力的买家，因为政府有义务为任何失败投资买单。这意味着风险控制成为重中之重，而这正是高盛的强项。

沃克声称如果得到这笔生意成为英国煤业委员会的投资经理人，这将是公司的入场券——是打开所有紧闭大门的钥匙。“250亿美元的资产将让我们初具规模。虽然规模不会真的很大，但显然有了位置。有了煤业委员会的佣金，我们可以在伦敦买下最好的投资研究机构。从和它们的经纪业务中我们已经知道煤业的哪些人有相当好的投资组合方案和投资研究。但他们不做任何市场营销，所以我们可以负责所有市场营销和商务拓展。我们可以这样宣称，买下这个小组是因为我们信任他们，因此投资者们也该顺势买入。”

高盛资产管理公司在欧洲只有25个人，却决定竞争这个长期合同，因为它知道煤业在从业人员上也有问题，在IT技术上有问题，在操作流程上也有问题，当然还有高盛资产管理公司也不知道的其他问题。高盛资产管理公司订下了三个两年计划：两年修复问题，两年基金运作并取得好收成，再有两年通过向其他投资者提供服务积累资产。

“英国煤业的高层在第一次会议就向我们保证可以让我们组建一支优秀的队伍”，福特回忆，“我对他们说，‘好！如果他们这些人确实像你们所说的那样优秀，这将是世上对他们最好的机会，因为我们有强大的市场组织，我们肯定会让他们的业务发展起来。’”

高盛资产管理公司有向投资顾问们推销的游说能力。它知道

高盛已经很强大，并将这次交易视为向英国市场进军的确定步骤。投资顾问们曾担心投资业务发展太快，可能导致事实上的分裂。只有4位英国投资经理在这项业务上坚持了62年，坚持15年的也只有20位。因为仅存4家投资公司，顾问们实在害怕他们再有任何损失了。正如布拉德所说：“整个市场是为我们这些强势的新型经理人准备的。”福特很快意识到这里面的机会，并给以强力支持：“这看起来是自由选择。如果我们有一个上涨的股市，而我们表现得也不错的话，我们将取得巨大成功。如果是一个下跌的股市，我们至少可以通过佣金拿回我们付出的钱，不会有损失。”高盛资产管理公司为这个合同付出了7500万美元，过了6年，仅佣金就收回了9500万美元。

“这次收购我们犯了不少错误，”布拉德回忆，“但在整合过程中，这些错误一个个被纠正了。我们主要投资在了IT和人力上，并花了5年时间才达到盈亏平衡。但一旦我们成功之后，我们就在英国有了一个强大的商业基地，并形成了一个面向欧洲的商业平台。”有人评价说是麦克纳尔蒂为高盛资产管理公司开辟了土地，奠下了根基，建起了第一层楼，而建起上层的则是戴维·布拉德。

英国煤业委员会的交易是一个真正形成联姻的并购，因为它让高盛资产管理公司在市场上崭露头角并在客户服务上得到了最好的实践机会。收购英国煤业让高盛资产管理公司在几项资产组合管理上确立了规范。在以后的几年，这种正规化形成了高盛资产管理公司主要的竞争优势，因为大账户管理要求有一至两个主要的有丰富投资经验的经理人来处理多达一半基金资产的业务，同时要求有一些小型经理人可以管理他们眼前的业务。高盛资产管理公司的市场拓展着重于咨询精算师担任强大的看门人。最好的新业务模型是专业化管理，而不是英国传统的全能型管理——高盛资产管理公司正是基于多个专家的专业化管理。麦克纳尔蒂的团队建立了高盛资产管理公司至今仍令人瞩目的主要业务。

在其后的10年，由英国煤业收购扩展出的业务增长了40倍——资产管理规模由25亿美元增长到了1000亿美元，得益于高盛资产管理公司强大的分销网络。两个外部变化对高盛资产管理

公司相当有利：英国的主要基金管理公司——水银资产管理公司、戈特摩（Gartmore）、施罗德资产管理公司和菲利普斯–德鲁（Phillips & Drew）公司，都业绩表现不佳或遇到了内部管理问题，而高盛资产管理公司的煤业并购则表现良好。英国的养老基金和咨询精算顾问们正把注意力从“平衡”管理转移到专业化管理上来，而这正是高盛资产管理公司所展示出来的优势。这些顾问——这些饱受英国财产管理者鄙视的人——却是高盛资产管理公司的关注重点。经过两年的观察和频繁的恳求，这些顾问被说服了。因为他们在主要基金上的影响力，高盛资产管理公司的策略得到了相当大的回报。

内部变化也在进行。高盛资产管理公司的奖金和公司业绩分离，更多和个人表现挂钩。每个投资部门基于其业绩获得激励性奖金。布拉德和多纳霍招雇了一支强大的销售执行队伍，建立了激励性奖金，告诉每个员工带来新业务是重中之重。到1998年，高盛资产管理公司管理的资产规模已经增长到需要增加更多高效销售人员以覆盖欧洲大陆的程度——在那里，经理人在选择顾问公司的问题上依然强势，专业管理人员流行开来，牢牢控制着当地的竞争。之后，在亚洲的扩张就很简单：在本地组建一支强大的销售队伍和一个强大的服务机构，积累资产，交由伦敦或纽约那些已经成熟的投资团队来打理。

对“3×3×10”这一策略的实施结果，麦克纳尔蒂显然十分满意，他这样描述：“每个产品都是一个独立的关注点，集约化的‘生产’（投资管理）和本地分销造就了最好的商机。我们希望每个产品都有最好的投资管理队伍。在市场上，高盛资产管理公司像罗奇汽车旅馆一样，每天进来的资产都比出去的要多，每个部件之间形成了平衡，没有冲突，而每个运作系统都很小，每个小组都有它们自己的目标和任务。”

正像保尔森和科尔津很快认识到的那样，投资管理业务所揭示的规模是令人咋舌的：资产规模几乎是以每年7%~8%的复合增长率（因为股市平均了各种增长）自动增长；因为新资产被加入原有资产中，每年15%的增长率应该是可持续的——这种增长率下，每5年，资产就会增长一倍。即使20%的年增长率也并不

新鲜，这在3年半内就将把增产总量提升一倍。

高盛资产管理公司还在不停地积累资产，越来越多，也越来越好。这在管理者看来是使收益和财富最大化的最可靠方式。当投资管理开始成为一个欣欣向荣行业的时候，对客户的服务承诺、投资的专业性、质量控制通常就开始不为人所重视。对公司所有者有益的事对客户未必就是有益的，特别是当商业驱动胜过专业原则以及产生利益冲突时。比如，在日本，共同基金曾因在美元–日元汇率风波中获胜而大举获利，连带高盛资产管理公司取得了爆炸式的成功，筹集到100亿美元的对冲基金。但不久以后，高比例的外汇杠杆逆转，日本股票经纪商催促倒霉的零售客户减仓寻找下一次“机会”，导致资产雪崩融解。可佣金依然很高。在全球债券型基金市场上，买入基金需要支付5%的佣金，另加每年1%的管理费、0.5%的托管费和3%的赎回费。投资者几乎无法获利：费用太高了，就算那些相对乐观的资产增值也是如此。

在日本的失误仍存一线希望，至少对高盛资产管理公司而言是如此。在日本第一只基金所带来的收益被用来打造高盛资产管理公司的全球架构。“我知道如果我们不将高盛资产管理公司全球化的话，”麦克纳尔蒂说，“公司的其他部门或本地代表处也会在我们没注意过的任何像样的市场里设立资产管理机构。所以我们必须要快，以避免来自公司内部同事们的竞争。任何一项业务都应该归于最有优势的一方，高盛的优势在于分销。我们想充分利用具有垄断性优势的资产管理公司的投资能力来获益，因为替其他投资管理公司筹资对于高盛资产管理公司来说是双输的局面。如果那些投资公司做得好，它们将会抛弃高盛资产管理公司，并使用它们的业绩记录筹集自身未来发行基金所需的资金，那样的话，高盛资产管理公司就会失败。如果它们的业绩不好，高盛资产管理公司也照样会受损。最佳的商务模式是与高盛资产管理公司共同组织一种基金中的基金，控制与客户的关系。”

麦克纳尔蒂认识到“另类投资”——包括私募基金及各种形式的对冲基金——也很重要，但他说：“你不能把长期投资和对冲基金放在一个部门里，因为收费结构和赢利模式差别相当大。它

们几乎是相对立的，对人的能力和技巧的要求也不一样。规模和收益方式差别太大，管理手段大相径庭，内部的考核指标也不同。你怎么能确信对冲基金对你有利，必须将其确定为你的首要目标呢？另外，把对冲基金放在一个庞大机构里对于那些热门的基金经理来说，出去单干的诱惑实在太大了。”

答案是招募一名“另类投资”基金经理——最好是在不同的城市里——独立运行他们的业务，但在市场上要互相合作。为此，高盛1997年收购了商品公司（Commodities Corporation），一个价值30亿美元的管理基金的基金公司，或用现在的话说，是基金的基金。[注]在70年代，商品公司的收益非常好，但它们只知道“业绩”是一切，不相信市场营销，拒绝招聘销售人员。结果，它无法筹集到本该有足够能力可以管理的资产总量，结果只有年投资回报率超过20%从而赚得大量收入提成的时候，它才能达到收支平衡。1998~1999年，投资业绩非常糟糕，因此它必须快点儿找个买家把自己卖出去。商品公司和高盛资产管理公司的结合是必然的。安妮·麦克纳尔蒂，凭借在麦肯锡的咨询经验，曾在商品公司做过IT和人力资源的咨询师。她的丈夫来找福特，笑着说：“戴维，你一直想雇用安妮，现在蛋糕就在眼前了，你可以吃了。”

商品公司在操作上打乱了戴维的投资清单，重组成很多子清单，每个经理人只负责他自己的那一部分。收益可以简单相加，但因为结构性的异化，风险却不能简单相加：它们互相抵消了，所以总风险相当小——这简直是投资者的圣杯。在基金中的基金（fund-of-funds）的业务中，收益变得相当有价值，因为风险被分散得极低。麦克纳尔蒂几年前就认识商品公司的总裁里克·希伦布兰德，他们两个互相欣赏和信任。

1998年后期，商品公司组织了一系列小型专业投资部门——跨越10种不同的资产类别——预期达到4个目的：研究投资组合和市场上的风险，然后只承担那些有目的性的风险——并大规模奖励那些成功的投资经理；通过上百个不同的风险——收益决策，更广泛地分散投资组合，而不是只依赖于一两个主要风险——收益决策的组合；在研究上，放弃旧有的模型，开发未来最

好的模型；能放眼全球，因为世界上有无数的市场，理解和运用这些市场间的差异性可以进行真正的分散化。

“商品公司为我们提供了一个大平台，使我们可以进入对冲基金和私募股权领域，”麦克纳尔蒂微笑着回忆，“它在市场上的能力只能打零分，而那恰恰是我们的专长。一件事：我们买它的时候它正赔钱，所以我们出的价格基本上就是它的办公室和周围土地的价格，1100万美元。”10年后，商品公司的基金中的基金管理的资产规模已经达到了几十亿美元。

从组织架构上看，像高盛资产管理公司这样具有双重领导的结构化部门，在高盛的文化中是被大力支持的。设置双重领导当然会增加成本，但这是值得的，因为产生的价值会高于成本。当一位领导在公司里做阿尔法研发时（高级投资结果并不直接和贝塔或市场风险相关），另一位领导可以出去和现有或潜在客户见面。像福特说的：“小组工作会产生很好的效果，如果你相信它的话。”注

1999年和2000年，高盛资产管理公司是亏损的。2001年，它赚了2500万美元，这在高盛内部是个不值一提的小数目。但到了2002年，利润就上升到了1.2亿美元，到2003年，飙升到了2.5亿美元。2004年，所有人都知道高盛资产管理公司的利润达到了近10亿美元。高盛资产管理公司成了利润可持续增长的主要贡献者。

麦克纳尔蒂曾开玩笑地说：“枪打出头鸟。”即使在他的策略被证明是正确的时候，麦克纳尔蒂也承受得过多了。高盛资产管理公司的利润在他2001年退休以前对交易商而言增长得并不快，这些交易商越来越不耐烦，在公司里也越来越强势。麦克纳尔蒂并没有立即以教育竞选的方式苦口婆心地告诉每个人怎样理解高盛资产管理公司所做的事情以及它正在取得的成果。当大多数高层人士清楚地讲述国际经验的重要性并呼吁最优秀的年轻人在公司内不同领域的轮岗，积累从业经验时，大多数公司管理委

员会的人士将更多时间花在了纽约，集中于公司某一方面的业务。这正依了那句老话，“别照我做的做，照我说的去做”。

现在高盛资产管理公司的赢利能力非常惊人。蓬勃的赢利能力起初并不显眼，等到它显现出来时，改变基本战略已经不可能了，而此时所有的重要观念已经被卓越的执行能力所证明。2006年的战果相当辉煌。虽然对冲基金表现不佳，但多空数量化基金获得的净收益率高达20%；而众多竞争者的基金不是下滑就是仅有个位数的增长。从客户需求看，公司预计在接下来的18个月里，高盛资产管理公司管理的资产会再增加20亿美元。在发挥经理人最大潜力方面，增加了20亿美元的对冲基金，因为其交易非常频繁，相当于增加300亿美元的长期股票投资。为了使有限的对冲基金管理能力得到更多回报，高盛资产管理公司调高了佣金，从原来1%的基本佣金和20%的收益提成，变为1.5%的基本佣金和20%的收益提成。高盛资产管理公司拥有1 000亿美元的数理化投资基金组合——其中的500亿美元配置于全球策略资产，由一位基金经理根据全世界范围的投资组合进行价格敏感度调整；另外500亿美元配置于“高级指数”基金。高盛资产管理公司相信它们还有能力再托管1000亿美元的资产。就像合伙人鲍勃·利特曼所说的：“公司跟踪交易成本——现在约为我们阿尔法的10%。当这些费用增加起来后，我们就要决定什么时候关闭这一部门，以开发新的商业机会。”

市场上热销的是保证收益型产品，通常要7~8年的存续期。比如一种零息债券，投资者可以投资70美元，得到100美元的“面值”，余下30美元则可择机进行投资。公司里其他部门想出售这种产品，它们坚持需要了解高盛资产管理公司的真实仓位，以便正确定价，但高盛资产管理公司的领导者们并不想把所有事情都透露给别人，因为他们知道自己的员工也会和高盛资产管理公司进行对手交易，尤其是在市场危机的时候。这是为什么高盛的高层被一次次地指责不应该将强势的交易部门和资产管理业务放在同一个公司里。资产管理是一种完全的信托责任，不是“货物出门，概不退换”的业务。

随着本世纪前6年业务的发展，公司必须小心，不能只关注

报表利润的最大化，而更该关注利润再投资，创建更大更强的业务。“为了建立一个强大的资产管理业务，关键的决策人必须要热爱这种业务，”布拉德说，“这一点至关重要。”规模扩张的同时，挑战也随之而来。高盛资产管理公司依靠私人之间密切的朋友联系所建立起来的强势很难维系下去了，因为公司现在已经发展成一个真正全球化、拥有数十种投资产品的大规模资产管理公司，拥有上千的客户，这些客户分布于上百个城市，有着各种不同的需求。

在构造一个大型全球业务的过程中，高盛资产管理公司员工间人际关系也越来越让人惊讶，特别是那些在两位约翰在任时加入公司的员工之间。当20世纪90年代末，约翰·麦克纳尔蒂的父亲在因突发性心脏病去世的时候，麦克纳尔蒂对戴维·福特说,“我小时候没有那么多钱。我父亲13岁就成了孤儿，受的教育很少。他努力工作，但工资却很微薄。他从没见过安乐街（Easy Street）。所以我想给我父亲办一个特别的葬礼，并在这里最好的俱乐部举行。你是梅里奥高尔夫俱乐部的会员。你能帮我——为我父亲安排一下吗？”

“好主意！我很愿意安排这件事。”

“戴维，那实在太好了。”

“那确实很棒，”福特回忆说，“梅里奥确实是个十分特别的地方。那天天气很好。约翰雇了爱尔兰最好的男高音罗南·泰南演唱爱尔兰歌曲。到处是鲜花，食物也不错。很多人来了，过得相当不错。”

只有到后来，当一切结束的时候，麦克纳尔蒂告诉福特一些他从未告诉过别人的事情，因为那已经无关紧要了：他的父亲曾当过多年的场地管理员——就在梅里奥高尔夫俱乐部。

---

1. 在投资银行中，苏珊娜·多纳霍曾经与米尔顿共同参与销售和购买投资管理公司。20世纪80年代中期，戴维·布拉德从哈佛商学院毕业后直接进入投资银行部门，很快被提升为副总裁。之前，

他曾与戴维·乔治和乔恩·科尔津一起负责债券资本市场部。因为布拉德曾经在巴西生活过，会讲西班牙语和葡萄牙语，他在1989~1990年被指派负责拉丁美洲业务。1992年，他加入约翰·塞恩负责的债券部门，工作4年后迁往伦敦。

2. 他们最初的战略是“2×2×2”——到2000年，资产规模为2000亿美元，实现赢利2亿美元。

3. 1995年，投资经理克里夫·阿斯纳斯获得了5000万美元的奖励——非合伙人获得的最高金额——但是他知道这只是他为公司创造的利润的很小一部分，因此他辞职创建了自己的对冲基金，并带走了3名信贷分析员。乌云背后仍有一线希望：合伙人鲍勃·利特曼，负责公司的交易风险管理，为高盛资产管理公司开发了一种全球风险管理系统，称作PACS。这个系统将投资组合的构成与每个客户的特点投资目标相匹配，使用“循环误差”的“风险预算”特性，基本理念是每个客户能够接受的全部风险应该被用于获取超额长期利润。

4. 后来柏林斯基与罗森伯格资产管理公司的最终购买者德国德累斯顿银行进行过谈判——后者还购买了克莱沃特 - 本森银行，伦敦最出色的商业银行，拥有大规模的资产管理业务，并参股克莱沃特 - 本森·麦考文 。

5. 商品公司的创建基于赫尔穆特·怀曼的投机市场获利理论。

6. 高盛资产管理公司由福特与布拉德共同管理，直到福特成为有限合伙人，之后4年由布拉德负责管理公司。

35 保尔森的原则

对于组织的领导者和员工而言，最重要、最困难的决策是决定“不”。决定不跟爱丽丝或者萨姆结婚，决定不接受工作邀请，或者，在业务上，决定不收购或者不合并。对于汉克·保尔森也是如此，他决定不与摩根大通公司合并。在拿定主意之时，保尔森是公司的最高领导人。

高盛一些员工提出将公司与上市银行合并的战略，这样可以不用耗费精力去承受IPO所带来的压力和不确定性。曼哈顿银行是最常被提及的银行。但是乔恩·科尔津在几次试探之后，放弃了这一想法。在箭木会议中，约翰·索顿曾抗议公司在未来战略目标不清晰的情况下贸然上市，他接着称公司上市不可避免地将经历与大型银行的合并。然后，为了更具体阐述他的观点，他指出，这个大型银行很可能是摩根大通。

之后，当1999年高盛上市之后，公司曾经慎重考虑过与摩根大通的合并事宜。主流观点是所有投资银行都需要强大的资产负债表才能成功——甚至只是为了生存。合并的支持者引用了一系列实例来佐证自己的看法：大爆炸之后伦敦的商业银行如何控制了证券公司，以及花旗银行在收购斯密斯巴尼与所罗门兄弟公司后，近期又并购了旅行者集团。绝大部分国家中，商业银行都拥有或者购买了投资银行，动用它们强大的资产负债表，发动价格战抢占业务。许多人认为，这种趋势是不可阻挡的，传统的将投资银行和商业银行分离的方式显然是错误的，这种做法没有预见到未来的战略方向：强大的资产负债表。

科尔津与摩根大通的主席兼CEO“桑迪”（“Sandy”）道格拉斯·华纳，就可能的合并进行过初步探讨，并在一次专门的会议讨论中获得了多数人的支持。在上市之后，保尔森接受了与华纳一起在摩根大通进行私人午餐会的邀请，讨论如何使谈话内容生

效。保尔森与华纳都非常兴奋，但是午餐会后却没有任何进展。几个月之后，保尔森邀请华纳在高盛共进早餐，之后一同前往保尔森的办公室。像往常一样，保尔森直接切入主题：“我们对于未来的财务状况有过很多考虑，希望郑重地讨论合并的价值。如果，经过慎重考虑后确定这是我们想要的，我们就会正式发出邀请。”

7月和8月，两个三人团队展开了讨论：高盛派出了保尔森，塞恩和索顿；摩根大通派出了华纳，沃尔特·古伯特和罗伯特·门多萨。来自两个公司的其他人员参加了部门之间的讨论。没有交换任何数据与书面材料。在华纳的坚持下，双方就严禁挖角对方的员工达成一致。他担忧高盛会挖走摩根大通最优秀的员工，特别是银行的衍生品专家。

两个团队深入了解对方情况以及组织战略的契合度。就像华纳回忆的：“通过合并审查，我们发现——对于双方——合并需求比预想的、所能想象的要大得多。塞恩与索顿看起来非常热情，认为合并简直就是本垒打。”对于华纳而言，高盛对于摩根大通所具备的一些能力非常感兴趣：衍生品研发、公司的国际地位、与政府的关系、在拉丁美洲的优势，特别是其强大的、声名远扬的投资银行业务。虽然保尔森的团队明确向华纳团队表示过这种兴趣，但是华纳团队对此却有所保留。

追溯过往，高盛一致认为谈判初始就将华纳当成自己的专家顾问、向对手摊牌，是一种错误的行为。更确切的是，保尔森的团队得知摩根大通在并购与证券交易上——债券和股票交易——花费的钱与高盛一样多，但收入却只有高盛的一半时，非常惊讶。他们也关心摩根大通的业务对衍生品和自营交易的依赖程度，特别关心合并后不可避免的大规模裁员情况。

两家公司都定在同一个星期召开常规董事会会议，日子越来越近了。“现在必须要具体化，”华纳说。他认为高盛与摩根大通合并是确凿无疑的事情，现在是时间确定收购价格了。为了显示对摩根大通股东的公平，这个价格将在摩根大通当前市场价格上有一定溢价。

在两家公司相互了解对方业务的同时，保尔森和华纳及其他人也试着去认识对方的员工及业务负责人。华纳非常着急选定董事会的人选。他给保尔森打电话，问他是否能去一趟高盛。之后，他提议保尔森和他共同担任新公司的联席主席。而保尔森要等合并最终决定后才能确定职位人选，但是他不想在高层管理架构上产生误解。他认为与塞恩共同担任主席，或与索顿共同担任总裁都是有可能的，但是有一件事情是确定的："我是公司的CEO。"华纳回答说："我知道合并和收购的区别。"保尔森回想起，"桑迪明白，将由作为CEO的我挑选领导团队"，他说：'但愿你能挑选一些我们的人加入你们公司的高级管理团队。'"

然后华纳问："为什么不是联席非执行主席呢？我们两个共同担任，然后任命塞恩和索顿担任联席CEO，解决所有的棘手的执行事宜，负责所有重构工作——用三四年艰难的整合时间，解决两家公司大量冗员的问题。为了使收购顺利进行，肯定会产生大量的冗员，也会大规模裁员。例如，高盛和摩根大通在东京分别都有1500名员工。"

保尔森直接拒绝了这个提议："我还没作好准备，我们公司也没有考虑好。"

周一，两家公司都举行了董事会议，按原定计划会议将批准合并事宜。保尔森告诉华纳："我现在要去公寓——我自己——好好思考一下这个提议。给我点时间，我早上打电话给你。"

几年之后，保尔森回忆："我不断问自己：它们哪些业务比我们强？5年以后，它们比我们强在哪儿？最后——就在两家董事会议召开的当天——我早上与塞恩和索顿碰面，告诉他们我决定放弃合并计划。法律上讲，我们可能收购摩根大通，但是摩根大通比我们大得多，所以实际上是它们收购了我们，它们会葬送我们。我知道它们能做的事情，其实我们也能做。"一大早，保尔森打电话给高盛的管理委员会及所有的总监："我们的董事会没有施加压力。我已经充分表达了自己的想法，因此不管我作出什么选择，他们都会追随我的决定。"

9点钟，保尔森致电华纳。他们原本计划讨论具体的数字，

因此当华纳听到下面的话时非常吃惊，“桑迪，我已经决定停止交易。我能告诉你的是，我在家考虑了我们的所有选择，问我自己：这是对高盛是最好的计划吗？我真正想要的是什么？问题的答案是否定的。就是这样”。保尔森再也没有打来电话。

对于保尔森来说，华纳除了感谢他致电之外，没再说别的。但是在挂掉电话后，为了促成交易而承受着不断加大的董事会压力的华纳感到非常沮丧。他感觉保尔森从来没有这么严肃过，不停地问各种各样的问题——“只是为了上床，根本没想过要结婚”。华纳非常困惑，“在此过程的每一个阶段，他们都说合并看起来很不错，甚至将此比做‘本垒打’。老天爷，到底是什么发生了变化？”

华纳的沮丧溢于言表：“这就像是有人拿走了非常重要的东西——双方都有100多人参与其中——然后第二天说‘不’。”两人之间的隔阂很快被报道出来。《华尔街期刊》中刊登的一则故事中说，高盛本来同意合并，后来食言了。华纳对这则故事作了解释：“保尔森曾告诉媒体，我们主动找到他们要求合并。这逼迫我们必须澄清事实。”保尔森否定了这个说法：“这都是从摩根大通泄露出来的，我们只是回应而已。”

实际上，保尔森的决策是他一个人决定的，他独自告诉塞恩和索顿：“希望不会让你们太失望。”支持这宗交易的塞恩和索顿分别打电话给摩根大通的人，说非常吃惊并将尽力挽回，但是他们改变不了保尔森的决策。

回溯过往，保尔森说：“管理委员会大部分人都支持摩根。”但是几年之后，摩根与曼哈顿银行进行了合并，包括华纳在内的一些人逐渐认识到保尔森的决定对高盛而言是正确的。高盛与摩根大通合并完成后的庞大的资产负债表是强大的价值储备。它们显示出过去的成就，能够用来创造新的收入、吸收风险与损失。但是，现代金融中介真正的优势不在于资产负债表的资本金到底有多少，而在于对资本市场的掌控能力。这取决于非常出色、拥有强大动力及具有战略眼光的员工的创造力和贯通性。这种资产伴随着高盛的成长在日益增加。

保尔森作为领导者所倡导的原则及作为招聘专家对人才的关注，使得高盛得以持续积累其竞争优势。公司进入全球资本市场，意味着可以根据自己的选择自由获得资产或者摆脱风险。公司不需要拥有强大的资产负债表，因为它总能找到金融机构并能轻松获得融资。同时，公司的竞争优势——共享价值观、团队合作、怀特黑德的原则及高度有效的激励机制——不断提升着高盛的声望，增加其利润。即使许多人相信合并是保尔森时代所能作出的正确选择，但是与银行合并，将会颠覆这些竞争优势——即使是与最大最好的银行合并。

注重实效、努力工作、严守纪律、非常果断，有着“铁锤”之称的汉克·保尔森在达特茅斯读书时就是实力强劲的守门员，他被评选为全校最优秀的24名足球运动员之一，曾获得美国大学优等生的奖励。他在五角大楼的戴维·派克德手下及尼克松政府的美国商务部任职时，都显示出了超强的能力；他是高盛芝加哥公司最强大的投资银行业务开发者，在以优异成绩从哈佛大学商学院MBA毕业后加入高盛；在开拓中国和日本业务时，他还亲自给每家客户打电话，非常令人敬佩。

传统上，投资银行家会与公司的财务管理人员建立联系，而不是公司的CEO或者总裁，因为华尔街的主要功能是募集资金，提供专业化的融资服务。但是70年代后期保尔森上任后，并购热潮改变了一切。投资银行家不再仅仅讨论钱；他们开始提供反收购这样的关系公司生存——以及CEO职业生涯的新服务。突然，过去建立起来的那种与财务总监之间的关系，被与CEO所建立起来的新的、更加注重战略的关系所取代。作为一个没有任何关系的新人，他必须投入大量时间维持客户关系，保尔森将所有的精力都放在开发长期客户关系，以及争取新业务的最好机会上。他确实做到了。政府服务的工作经历让他在与内阁高层人员打交道时非常自信，他能够从政府最高层官员那里获得内部信息，这使他在与公司的CEO联系时非常有优势。他利用自己绝大部分优势，在与卡特皮勒、凯洛格及希尔斯公司的CEO打交道时，将自己定位为CEO的心腹朋友，而不是年轻的投资银行

家。

“保尔森非常坚韧”，李·库珀曼评论。他总能充分表达自己的观点，总是那么咄咄逼人。他经常很晚在家里打电话给客服主管，如果觉得他们采取的行动不正确，就会与他们辩论。彼得·费伊也表达了同样的看法：“如果他认为‘对于高盛或者自己不公平，就会毫不犹豫地停止与其他公司的交易。’他的竞争意识非常强。他比牛还要勤勉，他拥有与生俱来的魄力，是一个非常聪明、效率非常高的人。”

保尔森的高度自律使其成为硕果累累的投资银行关系家。保尔森经常会出于对客户公司自身利益的考虑而呼吁他们采取行动，客户会被保尔森的真诚和他不屈不挠的逻辑逼到角落里，对此他们非常吃惊。长期以来，保尔森坚持做正确的事情使他赢得了芝加哥商业领导组织的尊重和崇拜，该组织倡导率真，不鼓励非常圆滑的处世方式。

保尔森一个最大的优势是他求知欲很强——部分通过观察别人，部分是因为他从谏如流。弱势在于他无视办公室政治的重要性，会在不加考虑的情况下打击别人的诉求。

在与客户公司的CEO建立关系时，保尔森勇于标新立异。他在处理董事会构成及投资者关系等非投资银行业务时，总是能想办法证明高盛的价值以赢取更多业务。几年之后，曾经担任过玛格利特·撒切尔的内阁成员，之后又成为勋爵的高盛国际顾问布莱恩·格里菲斯将保尔森引荐给时任中国副总理的朱镕基，在演练评级会议时，保尔森向他简要介绍了回答问题的诀窍。会后，副总理问：“我表现得如何？”像往常一样，保尔森回答得非常直接：“第一个和第三个问题回答得不错，但是其他三个问题回答得不好。”中国代表团没有得到他们所期望的评级。

在中国代表团回去之前，再次进行了提问阶段的预演——得到了他们想要的评级。双方很快建立了重要的关系。在公司内部，保尔森表现得非常专业，非常商业化。

1982年，史蒂夫·弗里德曼指派他为公司的合伙人，并任命

他和约翰·塞恩共同担任银行的战略规划负责人。作为年轻、有抱负的人才，他们的工作是新“思考”——新市场、新服务、新的做事方法，这一切所基于的简单理论是：与摩根士丹利相比，高盛有着“进攻者优势”，及其传统的“白鞋”注方式和建立的公司客户群。

保尔森认真学习做领导的技巧，思考为什么一些领导人比其他人更加有效率：“我观察越多的高效领导人，就越相信领导秘诀是在组织中拥有更多合适的员工。”在高盛内部，他很快赢得了美誉，选择最优秀的人一起工作，服务客户，并能最先识别杰出人才。

1990年，约翰·温伯格准备退位时，保尔森正担任公司战略规划委员会的主席。当他被问到是否想担任投资银行的共同负责人，接任管理委员会委员时，保尔森非常迟疑，因为他不想住在纽约。史蒂夫·弗里德曼很快消除了他内心的矛盾：“鲍勃·赫斯特和麦克·奥弗洛克将担任联席负责人。我们给你担任第一负责人的机会。你愿意为他们工作还是与他们一起工作？”保尔森很快接受了邀请，继续担任管理委员会委员。

保尔森每周日到周四住在纽约皮埃尔酒店的套房里，经常往返芝加哥（最后当他成为首席运营官时，他在曼哈顿买了公寓，搬到了纽约）。因为芝加哥距离亚洲较近，所以他负责亚洲业务，赫斯特负责美国业务，奥弗洛克负责欧洲业务。保尔森开始了多达75次的中国之旅。开始时，高盛中国香港公司只有5名员工，5年之后达到了1500人。

一天天过去，保尔森完成了他的任务列表中一项项最重要，也可以说是最麻烦的任务。几年之后，他的主动性和守纪使他能在职业生涯中得到了迅速的提升。“他属于行动派，”鲍勃·斯蒂尔说，“从观察人们想完成什么目标开始，寻找方法，然后朝这个目标努力。”他坚守长期的原则——永无止境的客户服务，一切以业务为导向，强大的商业伦理精神，坚持识别并培养未来的领

导者——保尔森排除偏见，乐于接受各种建议，这使得他能够与各种不同的人一起高效合作。他非常真诚，但很少被看成是同伴、有魅力或者迷人的人。他勇于打破常规，非常率真。他的衣服不那么合身，衬衫总是长出来一截，但是他能与客户建立亲密的关系。他给客户提供最直接的建议，积极争取业务。

保尔森找到了一个理想的导师，公司最伟大的关系银行家及天才培养者——吉姆·戈特。当被派到芝加哥时，保尔森被告知："一般情况，我们不会派像你这么年轻的员工负责重要的客户关系，但因为你是秃顶，看起来比实际年龄要大，因此你应该没问题。"戈特给保尔森提供建议："重要的不是你完成交易的速度，而是你做得怎么样。确保每件事情都是正确的——永远。不要盲目追求短期交易。要注重长期。正确做事，你们的业务就会发展壮大。关系银行不是口头上的，这是个马拉松。"戈特也给保尔森传递重要的经验："确保把功劳正确地归于团队的其他人。"保尔森强烈地体会到了这一点，那些贪功的合伙人——有时比他们应得的要多——严重损害了他们长期的职业发展。

甚至在戈特退休之后，他还在给担任CEO的保尔森提供咨询。戈特谨慎地说："当然，我不再直接参与业务，不应该这样，但是我生性如此……"然后继续给出他的明智建议。他私底下非常坦率地说自己是精明的"热爱公司的人"，经常将自己深思熟虑后的想法告诉保尔森。

保尔森也从史蒂夫·弗里德曼那里得到了很多关于组织和战略决策的建议，特别是在发展自营投资方面。最终，虽然温伯格和其他人强烈反对，保尔森还是把弗里德曼引入了董事会。

保尔森与并购小组都认为公司在"恶意收购"上的政策传统将会阻止高盛发展大规模的业务，而这些业务来自给有野心的、具有攻击性的大公司提供收购建议。他们认为传统的政策不能反映全球资本市场的发展，并且已经为客户选择了小型收购目标。在另外一种个人政策的冲击下，作为公司管理层最可靠的朋友，科尔

津反对任何与公司树立起来的“好人”形象相冲突的改变。保尔森决定改变现状，并称“PR因子”被过分渲染了。作为妥协，公司同意进行试验。公司将在两种情况下提供恶意收购咨询服务：试验将在美国以外的地方进行，不牵涉任何美国公司。并且，给公司带来的收益能够弥补对公司声誉带来的风险损失，交易数额和费用都要足够多。跟往常一样，客户公司的质量、成功的可能性以及竞争激烈程度都是项目选择的标准。

试点交易是1997年克虏伯（Krupp）对蒂森（Thyssen）的恶意收购——市值高达几十亿美元，可能给高盛带来近1000万美元的佣金。虽然一些客户“非常吃惊”，但欧洲公司的反应却非常平静；没有引起吃惊的原因是“每个人都是这么做的”。长期来看，克虏伯的行动非常明智。乌尔里希·米德曼提议进行收购，他当时负责克虏伯的公司战略路线，现在是公司的副总裁。米德曼认为克虏伯正面临着业绩下滑的现状，除非采取重大变化，否则公司的业绩将继续下滑——与蒂森的合并将提升运营规模，造就持久的巨人。

克虏伯听取了高盛详细的建议，出其不意地进行出击，时机掌握得非常好。在德国，复活节周末假期一共有4天时间，包括周五及复活节当天的周一。绝大部分高级主管都计划这个周末全家出游，并且下令不要打电话打扰他们，许多人都前往德国著名的旅游胜地，因为这些旅游胜地之间颇有一段距离——经常是星期四下午就出发。他们的助手也跟各自的家人一起“消失”了。周四下午晚些时候，克虏伯宣布了股权收购意向，在蒂森完全没有任何准备的情况下发动了袭击。蒂森的高管们连续4天都在“不知道”的地方，总部也没有助手值班，相互之间的通讯中断了，难以联系到对方。

闪电战！不可能组织任何反击。之后所有的报纸、杂志、广播与财经新闻都按照克虏伯希望界定的方式进行了报道。对于一家防守了这么长时间的公司，高盛所发起的出击成绩斐然——这证实了保尔森的观点。

保尔森接替公司CEO之后，使高盛上市的过程——在经历过所有的焦虑和期待之后——变成了常规事情。科尔津非常庄严地行使着主席的职责。路演组织得很好，接待工作也非常有成效。分析员有各种各样的担忧。他们担忧合伙人薪酬制度将变为工资和期权。他们担忧一旦完成了3年的服务，拿到所有退休金后，“IPO合伙人”将弃公司而去；分析员注意到合伙人平均薪酬为6600万美元——或者，假设股价开盘上涨得更多——他们怀疑许多人是否会留下来，承担长期紧张的工作。考虑到交易在利润中占有大部分份额，对高盛最重要的斥责是说高盛实际上是一家对冲基金，而投资银行业务是非主流业务。公司一开始是反对这种说辞的，但是在与其他投资银行对比后，发现这是无法推翻的，于是公司很巧妙地从驳斥转为更加合理的辩驳：如果你追求赢利平稳增长，你应该投资其他公司；而我们的赢利更加集中，可预测性不强，因为我们总是关注于长期赢利的增长。这种听起来更真实的说法被广为接受。

IPO非常成功，筹集到了36亿美元，使其成为有史以来第二大规模的IPO，并比其他项目造就了更多的亿万富翁。注 第一天，高盛新股价格从53美元涨到76美元，收盘价为美元。从保尔森和他同事的立场出发，最妙的事情是合伙人和管理委员会仍然控制着公司：87.4%的股票掌握在合伙人、退休合伙人、其他高盛雇员、住友银行及毕晓普房地产公司的手里。合伙人的精神仍然存续。

高盛的领导理念在过去50年中发生了天翻地覆的变化。西德尼·温伯格是一位领导，但是他领导下的高盛应该算是自营交易商。虽然格斯·利维一直希望发动所有人的主观能动性发展公司，但毫无疑问，他是公司的领导人——决定了公司的步伐、前进方向以及每天发生的几十宗交易。怀特黑德与温伯格将决策责任与可信度授权给部门领导者。鲁宾与弗里德曼的权力和责任与管理委员会的职责相当。保尔森接替了决策领导者的职位，通过中央集权增强了与业务部门的协调：风险控制，商业规划，以及

对越来越小、更加灵活、更贴近特殊市场的部门的业绩评价。

“当我加入高盛高级管理团队时，”保尔森说，“约翰·怀特黑德告诉我，高级管理团队最重要的事情就是招聘。如果我们拥有高素质人才，所有的高级管理人员需要做的就是研究公司的战略及正确地配置现金与资源。”

在西德尼·温伯格和两个约翰时代，所需领导的数量增长了10倍；在鲁宾和弗里德曼时代又增长了10倍；科尔津和保尔森时代再次增长10倍，公司及其业务越来越有竞争力、越来越专业。公司从300人增加到30000人，随着技术的迅速变革、地理分布与顾客市场的分割更加细化、竞争日趋激烈，以及公司越来越希望占据主导地位，公司的分权行为更加普遍，对领导的需求也与日俱增。

保尔森强调他所观察到的成功领导人的经验。“成为好的领导人的要素是要敞开心扉，愿意寻求和接受建议，展示出谦逊的品质——并且善于用人。”他对于自己评价别人与任人唯贤的能力非常自信。“业务上的失败可以归结为用人的失败。我努力寻找优秀员工，帮他们找到适合的岗位，并在各自的岗位上有所成就。我经常跟他们说——他们总是非常感谢我的直率——‘我不知道这份工作是否适合你。让我们来看一下你做得怎么样。’”

保尔森强调领导的重要性。每个人，不管其职位多么低，都希望被领导。就像保尔森所说的：“像其他专业服务公司一样，我们是全球化、文化多元化的公司，并且我们的资本金非常多，需要管理巨额风险。这需要数目众多的领导。高盛需要众多领导的合作。”公司的规模过大，非常分散，市场时刻在发生着巨变，各级富有技巧的领导者对公司的发展非常重要，必须完全依赖于公司传统的学徒式的学习和培训过程。1999年，在约翰·索顿与约翰·塞恩的呼吁下，保尔森指派了一个发展顾问委员会，对更加系统化的培训需求进行评估，以提升公司1000多名执行总监的领导力。

管理委员会花了6个月的时间从不同方面搜集信息。通过网络调查与访谈的方式搜集公司内部对于管理和领导力拓展的意

见：进展得如何？是否有效？能否满足不断变化的需求？拜访世界各地“表现最优秀的人”，看看他们做了什么，效果如何。最后，对专家和顾问进行访谈，了解管理拓展的最新概念。在研究中，管理委员会深刻地认识到，随着公司的复杂性和全球化规模的扩大，对于接受过系统培训的领导人的需求会更大。各个部门的规模都已达到了10年前公司的总规模。

这个培训项目命名为松树街，其规模不断扩大，又囊括了近100名被视为“加速领导者”的被快速提升的副总裁。其传递的信息与两个约翰30年前对新任合伙人的讲话相同：祝贺你们得到了提升。我们现在对你们的期望更高了，所以要加快步伐，成为一名真正的领导者。

高盛不喜欢正规的培训。公司传统上依赖于一对一的培训。管理委员会认识到主要的问题：公司的文化，职业道德，奖励机制都是完全商业化的，因此管理培训项目这些被看做软性、纲领性的东西，一直以来被交易业务所覆盖，特别是这个项目非常新，而其效果又尚未被证实的时候。新项目的负责人非常关键。谁会比通用电气公司克罗顿维尔领导力培训中心的负责人史蒂夫·克尔更合适呢？塞恩与索顿花了一年的时间说服他，2001年3月他同意加入高盛。他在正式上任之前，甚至在仍对在培训项目上的时间和精力投入感到困惑时，就已经参加了早上6点钟的策划会议。

鲍勃·斯蒂尔提供了一种解释：“我们将此当做高盛文化的一部分，但是现实地说，这也是一种经济关系。如果高盛不赚钱，我们就不会围着篝火边唱边跳，还能捉一只萤火虫带回去了。最终，员工会相信这类培训能够帮助他们在公司内做得更好，无论是从职业发展角度，还是从对个人的提升方面来看都如此。”为了确保项目能够嵌套到公司内，并成为高盛不可分割的一体，公司放弃了在校园内培训的做法，将松树街活动扩展到公司日常部门中，使公司的领导力得到了强烈认同，并与公司的成功紧密联系在一起。

2005年，公司引入了2~25人的小单位工作部门。包括如何

使领导力在新业务中得到飞跃，对于远景及战略发展的实质性规定，如何使业务运营更加有效，如何将远景与战略转换为实际行动，个人角色与特定工作职责，以及如何解决可能限制业务发展的问题。

保尔森总是非常忧虑：担心公司的纪律，担心业务的争取，担心能否一如既往地服务好客户、培训员工及作决策——忧虑多得让人无法承受。他的合伙人总是不断骚扰他，给他找难题——特别是当他们认为保尔森在侵犯他们的领地和妨碍他们职责时更是不会让步。在担任公司首席运营官的那些年里，保尔森曾希望检查公司在伦敦的经纪业务的赢利情况，因此他召集业务负责人合伙人威尔特·波特和帕特·沃德开会。一向以掌控会议的主导权著称的保尔森之前曾表示过他对伦敦的赢利状况非常不满意。波特与沃德不甘愿受到指责，因此他们事先达成一致，抓住主动性，向保尔森提出各种各样的问题——部分是为了搞乐子，部分是为了占据上风。难缠的荷兰天主教信奉者波特一开始的提问就把保尔森逼向了防守地位："你为什么召开这次会议？"

"我希望了解你们是如何管理这块业务的。"

"我知道你有一些担忧，甚至有点焦急。好，到底是什么使你如此担忧呢？"保尔森，本以为自己是提问题的人，对此没有任何准备。他开始的回答有些不确信。波特迅速地反击："汉克，伦敦哪个业务规模更大？股票还是私人客户服务？"

"我不知道。"

"你不知道，好吧。合并后我们的业务规模有多大？"

"我不记得确切的收入数据。"

"你不知道收入是多少。那么，我们一共有多少名分析员、交易员和销售人员呢？"

这样的问题不断抛向保尔森，直到最后波特说：“让我们总结一下。作为公司的首席运营官，你召集会议——很显然有些人偷偷告诉你我们出问题了——但是你不了解我们的规模和业务结构，我们与竞争者的收入比较情况，我们的员工人数，或者其他关于我们竞争地位和业务运作方式的问题。简单来说，你召集会议，而你却毫无准备。”保尔森一败涂地。他将此作为教训，从此之后再也没在会议中犯过这类错误。

高盛在寻找收购机会，并借此在传统的批发和机构市场优势的基础上加强在零售投资者中的优势，保持战略的平衡。摩根士丹利与添惠公司和美林公司进行了合并，美林公司是高盛在公司和机构业务方面最大的竞争对手之一，与美林公司的合并无疑建立了摩根士丹利在零售业务上的优势也帮助它们开始向公司和机构市场扩张。雷曼兄弟收购了希尔斯的零售业务后获得了强势和动能。公司慎重考虑了约翰·塞恩与约翰·索顿提出的通过收购嘉信理财公司进入零售市场的建议。

为了增加订单流量，更贴近于“价格发现”（供求平衡下的市场价格），2000年公司支付了65亿美元——44亿美元的股票和21亿美元现金——收购了一家纽约交易所大型专业公司斯皮尔·利兹·凯洛洛（Spears Leeds & Kellogg）公司，并同意再留出9亿美元帮助挽留斯皮尔·利兹·凯洛洛的员工。保尔森显然是执行决策的重要推动力，他多次给关键人物打电话，表示支持股票部门的战略。该部门一直挣扎在亏损边缘，担心缺少零售业务会使其在竞争上处于严重不利的位置。他认为斯皮尔·利兹·凯洛洛的文化与高盛的相近。其他人则对于斯皮尔·利兹·凯洛洛有过证券违规的记录而感到担忧。曾经发生过的股票冲突事件，包括1998年纳斯达克惩罚该公司为了获利而推迟发布交易报告对其下了95万美元的罚单。斯皮尔·利兹·凯洛洛对此的回应是考虑到交易量，“这不奇怪，我们并不是完美的”。在收购时，保尔森坚持认为：“我们对该公司的员工和规章非常满意。”

在高盛内部，对于收购的看法存在很大的分歧。反对者称65

亿美元太贵，专门公司的业务只代表过去，肯定会遭到拆分，两个公司的文化并不是互补的。支持者认为收购能够增加零售订单流量，这在新网络时代，对于承销来说非常重要。现在市场的一致看法是：收购斯皮尔·利兹·凯洛洛在战略上是错误的，不是一宗成功的交易。

斯皮尔·利兹·凯洛洛有三种不同业务：纽约和美国交易所最大的专业化公司；主要为当地经纪商提供清算及交易服务；为纳斯达克的3000多只股票提供做市功能——而高盛只提供380只股票做市。斯皮尔·利兹·凯洛洛为20000个账户提供服务，因此可能与高盛的服务有交叉。交易中肯定有增增减减的情况。

就像保尔森说的：“我们担心没有零售渠道而无法进入零售业务。这个交易对股票业务部门非常重要。在快速变化的时代，我们想扩展战略选择。”问题在于高盛在没有完全弄清楚市场走势之前，就收购了斯皮尔·利兹·凯洛洛。当时的股票市场结构正处于动荡和不确定中，利差承受了很大的压力。

回溯过往，即使当收购已经损害到公司的声望时，保尔森的看法依然乐观：“虽然专门业务带来的损失比我们预期扩散得要迅猛得多，纳斯达克和柜台市场都非常令人失望，但我们在清算业务上获得的伟大的科技交易平台运营良好，如今已经成为全球最大的电子交易网络中枢之一。因此收购虽然没有提高我们的声望，但还是不错的。”其他人却没有这么高的热情。一些人埋怨说“蒸发了几十亿美元”。不管清算业务有多少价值，斯皮尔·利兹·凯洛洛的高管们都非常惊诧于他们的风险控制手段相比高盛来说是多么低级。另外一些人则称收购是傻瓜的报复行为。

对公司声誉的更大损害来自IPO市场。1999年和2000年上半年，互联网泡沫热潮兴起，高盛是领头承销商，承销了56单业务。然而，质量上没有任何胜利：40%的承销跌破了发行价，包括发行价为21美元的Flowers.com公司，跌至5美元以下；以及e–tailers公司，跌到发行价格的42%，而其竞争对手摩根士丹利的网上发行仅为11%。高盛与其他公司随后在联邦法庭上被指控违反行业通行的行为准则，以及臭名昭著的“分析师案件”违反了

证券法。在后来的“全球和解”中，高盛支付了1.5亿美元。

保尔森率领公司重新定位高盛的战略及其在全球金融市场中的特权。这种变化产生的原因是高盛的水街“秃鹰”基金的问题，以及掩盖在这些问题下的事实。当水街复苏基金被关闭时，保尔森，弗里德曼和彼得·撒切尔多蒂相信私募股权投资对于高盛有巨大吸引力。如果正确设计和管理，它能够与公司建立公司客户联系中介的战略相契合。

保尔森决定在私募股权与房地产领域设立主要业务——不是作为代理商，而是作为委托投资人。虽然摩根士丹利将其自营业务在地域上独立出来作为解决利益冲突问题的方法，但保尔森拒绝了这类行动：“你可以将自营业务放在南极，但是如果你做错事情或者某一行动被理解为冲突，也一样会伤害到客户。”

在其他银行放弃私募股权投资的年代，保尔森却正好相反：“我们不希望与客户竞争。”他的行动一向都很直接，他拜访了所有私募股权公司，并解释：“如果我们积累相关经验，我们将成为更加理智、优秀、高效的银行。我们要为自己的账户进行自营投资——很多时候，我们希望作为合伙人与客户一起投资——作为顾问，帮助客户完成目标。我们相信我们知道如何管理差异，避免直接的利益冲突。我们希望你们能理解我们经常会为自己的账户进行一定规模投资的行为。”没有必要再问高盛是否需要得到许可。

保尔森的执著遭到了高盛内部和外部的一致反对。高盛高层员工——特别是那些有限责任合伙人——对保尔森说，“汉克，你在毁坏高盛的文化，”接着解释说，“我们不能与客户竞争！”保尔森不买这个账，“他们的意思是他们不知道或者不愿意适应变化。”事实是我们客户获得资本金并且分担风险的期望使我们成了委托商。业务在发生变化，因为我们的客户希望变化。如果你不改变，你的战略、习惯和计划都不是最好的。市场和世界都在发生变化，作为中介商，我们必须改变。”

保尔森在约翰·麦克纳尔蒂、彼得·撒切尔多蒂以及其他合伙人的帮助下——转变了公司战略：同时从事自营和代理业务。客户不再期望公司只担任代理商，或者期待公司在自营投资中优先考虑客户的利益，自营业务主要依赖于公司的资本、专家和搜集信息能力。如果公司强调客户关系，为客户服务的员工肯定会尽力超额完成工作目标，包括在自营业务中利用资本金。但是高盛也会尽力，并且尽可能巧妙且富有创造性地管理自己的账户。

“如果我们像以往一样，有效地管理业务选择及利益冲突，避免直接冲突，我们就能做好投资银行和自营业务，”保尔森说，“如果你与客户公开交易，这将同时满足各方利益，使我们成为更加强大、更富有经验的公司，未来能够为客户提供更好的服务。”高盛的领导负责管理差异，因此他们不会——也不会被发现——陷入冲突中。当然，这种定位给高盛带来的主要挑战是：对界定什么是正确的负责，以及对其他人怎么理解公司的决策、政策和行动负责。

战略定位的转变也包括引导客户明白成为客户的真正意义。高盛投资了住友银行——完全是自己的账户——购买其20年到期的4%的可转换优先债券，附带相当大的转股折扣，但给全球最大的、最复杂的投资者新加坡政府投资公司提供的投资条件却截然不同：2%可转债，到期日仅为2年，有稍许溢价。最高级的投资官黄国松给约翰·塞恩打电话抗议：“难道你们就是这样对待重要客户吗？”

“给你们的是公司提供的条款。当然，是否进行这笔交易，完全取决于你们自己的决定。我们的责任是通知你们及其他主要的公司客户。公司自营账户的投资是完全独立的。”高盛正在重新定位客户关系，以及主要客户的角色。

“提前充分披露战略和目标，这样客户能够知道他们应该期望什么，这点非常重要，”保尔森说，“充分披露和充分探讨不会给客户带去惊喜。公司的战略坚决不能伤害客户的利益。概括性的描述比在特定环境下的执行要容易得多。”两人领导或者三人领导（的商业群体）确实能够提供不同的角度或者观点，帮助解

决复杂问题。

70年代以来，自从他第一次在客户办公室的计算机屏幕上看到时刻更新的债券价格图表，保尔森一直都相信高科技及其对证券业务的影响。高盛当然不是早期的科技领导者。高级管理层在1996年才首次体会到互联网的影响，包括如何回答基本问题：什么是互联网？

这改变了一切。保尔森相信公司进入到了电子科技革命的时代。“对于那些能够接受变化的人，成长的机会非常多。而不能接受变化的人很快就会掉队。”公司在5年内花费50亿美元，到2005年，自营交易运算每天能够处理2万种衍生品交易，以及公司70%的财政债券交易——每秒钟更新200次价格，自动执行交易额累计可达1亿美元。

“最好的保护方法是持续自我改进，这样就没人能够对我们造成威胁，”保尔森说，“让我晚上从梦中惊醒的不是我们的传统竞争者在做些什么，而是我们没有预见到的那些可能利用高科技成长起来的巨大竞争对手。”保尔森的战略是覆盖所有方面，使得公司能够紧跟科技变化，一旦确定方向，就能够迅速朝这一方向发展。“我们有24个电子交易柜台，跟我们的室内交易形成了对比。”例如，基于复杂的量化价格模型及几何算术进行衍生品交易的赫尔集团（Hull Group）公司，以5.5亿美元被高盛收购，并且迅速扩展到股票期权交易。市场波动越大，赫尔的交易速度越快，准确定价增加了公司利润和市场份额。在东京，赫尔的专利使其占据了50%的期权交易份额。

在纽约股票交易所担任总监的艰难时期里，保尔森仍然坚持追求同样的目标。2003年，交易所总经理理查德·格拉索告诉他：“我的薪酬计划还没有提上议程。”因此保尔森感觉没有必要为此改变去阿根廷的计划，但后来他却因此错过了格拉索的超级薪酬会议。“汉克，他在撒谎，”一名资深的同事对他说，“你应该弄懂一切然后辞职。”但是其他人坚持他应该留下来：这是他的公众责任。因此保尔森在个人付出了相当大代价的同时，继续留下来解决这些问题。他留下来对交易所来说是正确的选择。在过

去几年里，纽约股票交易所古老的、过时的交易模型被重新改造了，增添了限价指令功能，能够将所有通道收到的限价指令组合起来，并且与群岛（Archipelago）电子股票交易公司进行了合并，改变了运作方式，为双方都创造了巨大收益。

保尔森决定不与主要银行合并，这留给他一个无法回答的问题：高盛怎么能够与全球领先的“全能型”银行竞争？所有的全能型银行都在通过贷款资本金进入投资银行业务。它们通过辛迪加贷款协议，极大地加强了借贷能力，但它们主要的竞争武器是灵活的条款，以及能够根据特定借款人和价格量身打造业务的能力。如果那些提倡高盛与大银行合并的人预见到这些发展，他们会坚持进行并购。

2002年，保尔森发现一个机会，在不与大型商业银行合并的情况下，仍能获得可观的资本金。机会来自公司在日本的大客户：住友银行。住友与三井进行了合并，然后再次决定扩张，特别是在美国。保尔森策划了一个协议，高盛因此获得了该银行的大规模注资，住友–三井将担任高盛发行的商业票据的备兑担保人。有了这次变革，公司能够迅速发行大量低成本贷款——规模达到10亿美元——通过一个名为威廉·斯特的团体。现在保尔森拥有高盛能够随时支配的强大资产负债表。这个协议也为在日本发展投资银行业务提供了主要机会。

此时此刻，保尔森发表了其作为CEO的最重要讲话。在国家新闻俱乐部，他讨论了美国公司目前所处的状态，以及从财务报表造假和公司职业道德滑坡，从安然、世界通信公司（WorldCom）等其他公司的丑闻中吸取的教训。在一个竞争日益加剧的环境，与公司某些顾问的观点不同，保尔森对于财务、公司治理和职业道德问题进行了透彻的分析，这些因素合并起来导致了信心危机。“在我的人生中，美国公司从来没有接受过如

此详细的检查。说得难听点，这是它们罪有应得。”他接着说，“我把这当成重新评估我们的制度，更新公司信条，重建信任的机会，这是市场的基本要求，也非常重要。”

几家公司总裁的初始反应让保尔森开始担忧如此慷慨陈词是不是犯了大错，但是很快他得到了广泛的、强有力的正面回应。保罗·萨班斯议员对于保尔森的言论进行了褒奖，认为他的发言在支持《萨班斯–奥克斯利法案》中起到了关键的作用。

当安然、世界通信公司及华尔街研究员案件开始淡出人们的视线时，保尔森仍然表露出他的失望之情，公司没有能在互联网泡沫时代将高盛进行充分的差异化。在接下来为期一年的主席论坛项目中，保尔森强调了要让所有管理总监显示出强大的领导力并且培养他们对优秀业务的判断力，从而提升公司的声望。保尔森的个人投入是他的原则和使命的典型表现：2005年上半年，他在全球主席论坛上的演讲高达26次。保尔森认为公司没有真正将自己的行为与其他公司区别开来，也没有引领各个团队展开应该完成什么的讨论，而这些本来是高盛应该做到的。

自我管理一直是高盛所提倡的，继西德尼·温伯格对那些他认为非常骄傲的人说：“你非常聪明……”之后约翰·温伯格告诫同事：“客户只是托管在你这里。之前有人确定了客户关系，后来的人将会继续完成这一使命。”

如果公司的新人说：“我是这么做的。”合伙人就会说：“再说一遍？”

“我刚刚完成了大笔交易。”新人回答。

“停，错了。我们刚刚完成了大笔交易。再说一遍。”

就像鲍勃·斯蒂尔所解释的：“第一人称只能用于描述错误，而不是成绩。这听起来有点傻，但是诸如此类的小事情非常重

要。我从来没有听过高盛的老板说，‘我做了……’如果我是这么说的，我肯定会感到非常尴尬。”

保尔森一直都记得他从吉姆·戈特取回第一个高盛备忘录时的情形：最上面写着“记得不错！”——每个“我”都被划掉，换成了“我们”。

考验保尔森用人能力最直接的测试——董事会成员肯定在密切观察他的能力——在于建立高级领导团队和挑选继任者。他担任CEO以来，最直接的目标就是稳定公司的高层管理团队。

保尔森在他挑选的联席首席运营官塞恩和索顿的帮助下，非常出色地完成了该任务，并且他们认为他只能在公司待两年。他们早年合作得非常好。但是他再次考虑应该在公司停留多长时间——以及继任者应该是谁时，问题又会转回到他的任期问题上。一些合伙人并不满意索顿和塞恩共同担任首席运营官，认为他们太自以为是。约翰·麦克纳尔蒂认为塞恩和索顿存在的问题是：“他们看起来就像是公司所有者的儿子！”同时，保尔森得出的结论是：“我曾经非常天真地认为我只能担任两年的工作。但一旦我们决定IPO，我肯定不会离开。”

关于索顿将接替CEO的消息在公司内散布开来。他被认为公司有史以来最有创造力的战略家，以及最伟大的关系构建者。但是，一名合伙人总结说：“他非常有魅力，具有远见卓识，能够把握全局，但是他与其他合伙人的关系不够深入。他在担任联席首席运营官期间，工作做得还不够。在他和塞恩划分全球业务，将公司的业务分拆时，索顿看起来毫无兴趣，放弃了一些他应该负责的区域。”虽然一些人认为他应该是一个伟大的非执行主席，他对具体细节的实施、成本控制及组织制度等方面都没有表现出应有的兴趣。

索顿本应捕捉到保尔森希望他成为继任者的信号，他知道在公司内很多人对他心存抱怨。索顿能够为公司、客户、自身职业

发展构建不平凡的战略。他意识到保尔森越来越倾向于留下来，只是问："按你想的办，汉克，但是请告诉我们，这样我们能够采取自己的计划。"当保尔森在公司内的时间超出了他的预期，再也不提要走的事情时，索顿不想再等下去了。几家美国大型公司都已经跟他谈过担任CEO的事情，他通过将投资银行业务迅速扩散到中国去，在那里不断提升他的个人名望。

对于保尔森而言，作为CEO，选择一名不把认真实施计划放在首要位置的继任者是一件很麻烦的事情。他应该考虑过索顿聪明的概括以及表达能力有一天会给他带来惊喜，就像是曾经在管理委员会中给科尔津带来的惊奇一样。不管什么原因，保尔森告诉索顿他会留下来。两人进行了谈话，这导致索顿宣布将离开公司。保尔森给所有的总监打电话通知他们，想了解他们是否能接受他的想法。BP的约翰·布朗尼看到索顿要下台了，并且没有挽留的余地，因此支持让他走——但是一年以后，为他在英特尔公司争取到了董事的位置。

索顿认为分开的过程截然不同。中国的学术机构比美国更加著名，更接近核心，因此当观察家得知索顿答应担任清华大学经济管理学院教授，教授领导学高级教程时，一点儿都不应该吃惊，回过头看更是如此。他们本来应该明白或者感激中国政府这一指定的重要性。全职教授必须经过国务院的认可，这个过程相当于美国联邦法院的决策议程。这需要6个月的时间。索顿是被提升到该位置的第一个外国人。结果是：虽然保尔森在1月就知道他将失去索顿——3月公布，生效日期为2003年7月——而索顿在前一年的10月份就已经在安静地准备这次分别了。

离开之后，索顿与塞恩共进午餐，建议他重新考虑目前的形势，特别是劳埃德·布兰克费恩可能被提拔到相同位置。虽然塞恩一直从事内部运作和组织工作，但是布兰克费恩为公司创造了大量的利润。从本润在石油和外汇交易大胆扩张开始，他就一直管理固定收益部门，然后是股票部门。他的部门为高盛创造了80%的利润，从历史经验来看，控制利润的人就控制了整个公司。布兰克费恩非常受欢迎——他很聪明。他与索顿的关系不好。

保尔森有一个计划。在索顿出局之后，他将指派董事会成员布兰克费恩担任联系首席运营官。保尔森回忆他们1994年在运营委员会共事时，“我认为劳埃德非常有能力”。在2003年12月的一次晨会上，保尔森完成了他规划已久的变化，并且已经与董事会进行过组织事宜的沟通。

保尔森就共同担任领导的事情与塞恩进行了几个星期的沟通，但是塞恩一直强烈抵触。这就是为什么保尔森决定要求塞恩签署备忘录，向公司宣布布兰克费恩将被提升为联席负责人的原因。保尔森可能是认为，他所掌握的证据表明，留下来、接受现实、适应变化是塞恩的最好选择。实际上，他没有更好的选择了。

但是塞恩有其他选择。他在为麻省理工学院公司提供相当于信托董事服务时，认识了约翰·里德。里德告诉塞恩纽约交易所负责人将会发生新变化。纽约股票交易所的变化是肯定的，这是塞恩的强项。当理查德·格拉索的天价薪酬被公之于众时，交易所公共服务职能遭到了强烈的质疑，纽约股票交易所两个领域非常落后——自动化和全球化——这些正是塞恩的强项。并且，塞恩认为他能够胜任CEO，且天生就有为公众服务的热情。塞恩和里德进行了严肃认真的讨论，里德已经准备好进行正式宣布。因此在面对选择的情况下，塞恩关上房门，拿起电话，给里德打电话说：“我决定选择纽约交易所，现在的时机也不错。如果你现在能够给出肯定的邀请，我们就签协议。”

里德在几个小时内就搞定了这件事情。塞恩告诉了保尔森。保尔森知道塞恩非常清楚他没有机会让他改变主意——因此他试都没试。虽然他开始很震惊，但迅速恢复了常态，并且采取了一贯以来的行动：高盛又诞生了另外一位为公众服务的领袖，他深感骄傲。

仔细的观察家将从所有的变化中看到真相：保尔森选择了索顿，但是索顿离开了公司。他选了塞恩，塞恩也离职了。保尔森不想失去任何仔细考虑与甄选继任者的机会。他不想失去布兰克费恩。但是布兰克费恩明白他只有永远让保尔森保持信心，才能

进行持续的变革。尽管开始有些分歧，但公司的高层管理人员很快被替换成为他们需要的人才。布兰克费恩主管高盛的日常运营，但是布兰克费恩知道他必须符合标准。保尔森已经准备好进行艰难的决定——包括决定管理继任者。

布兰克费恩进入董事会，被提拔为首席运营官，保尔森挑选了适当的继任者。他与董事会认真审视着公司的25个领导者，并且对在每个高级职位上安插什么人选达成了一致。他非常有信心，布兰克费恩能够胜任复杂的、公众所有的、全球化的、稳定的高盛的CEO。随着环境的变化，他认为布兰克费恩也能够适应得很好。就像保尔森所表示的：“人们喜欢劳埃德，说他是一条变色龙——随时在变换颜色。但是他们反过来也应该承认他学习和成长得非常快。劳埃德是个奇特的天才。12年来，我看着他一步步成长为一名领袖。”

2006年5月，保尔森接到了白宫打来的电话，这已经不是第一个白宫打过来的电话了，问他是否愿意担任财政部长。他告诉合伙人他不打算接受这份工作，约翰·怀特黑德建议他放弃：“这个政府非常失败。你会发现取得任何成就都非常艰难。”

5月20日，周日，保尔森再次会见了白宫首席职员乔希·波尔顿——曾经在高盛工作过——讨论保尔森同意加入的先决条件。波尔顿是这样开始谈话的：“我们花几分钟时间讨论一下你对这份工作想了解的方面——假设你同意接受，因为这些方面都是你希望的工作方式。”这两个人用电子邮件列出了一个备忘录清单，包括“与总统频繁的直接接触；与国防部地位相当；担任所有经济和财长问题的首席发言官——即使是那些不汇报给财政部的事宜；担任白宫经济政策会议主席，能够挑选自己的手下”。在达成共识之后，保尔森与总统进行了会谈。

他们的谈话集中于家庭层面——保尔森的家庭和小布什的家庭——以及其他个人事宜，而后讨论保尔森提出的“指导原则和目标”，在常规的、直接接触、担任周会政策主席，以及担任所

有财政事宜管理的发言人等事项上均达成了共识。谈话进展到一定程度后，总统邀请保尔森加入内阁。保尔森明白“在获得了真正的信任之前，所有的协议都是没有意义的”，他把问题留待第二天解决。第二天早晨，他致电表示接受。

在他担任CEO八年的时间里，保尔森通过完成期待已久的IPO实施了从私有到公有的平稳过渡，有效的董事会运营使得高盛成为遵纪守法的公共公司，构建了国际业务，特别是在中国，将业务扩展到高盛资产管理公司和私募投资领域，培育了有能力的领导者，将公司的战略重新定位，使得政策和目标能够被理解并广为接受。当他离开之后，高盛被认为是国务卿的“方案提供商”。他与大量的公司、政府、机构投资者、银行和私募股权投资者建立了良好的合作关系；掌握了公司、行业、经济和市场的大量信息；能够承担各种类型的风险，拥有使用巨额资本金的能力；最强大的招聘项目；最高的薪酬——以及广为接受的未来战略。保尔森引领了高盛的变革，领导经验也改变了他本人。

“CEO所接受的最终测试是，”保尔森说，“他致力于担保没有糟糕的事情发生——留下了已经成型的业务以及平稳的领导过渡。我认为我留给高盛的实质性改造比我刚成为CEO时更好，不管是内部还是外部。”更让人高兴的是，高盛的同事、客户及竞争者都能够认同这点。

虽然他加入布什政府为国家服务这一决策可能会损害个人声誉，但具有讽刺意味的是，就像一些人看到的，接受这一职位给保尔森带来的金钱利益远远高于美国历史上的任何一位政府官员。高盛长期以来的政策是当合伙人接受联邦政府高级职位时，所有的递延薪酬立刻可以支付。国会在1983年前过了一项法律，规定接受任命的联邦高级官员，可以将投资转换为指数基金或者某种信托产品，在出售投资产品后，享受豁免资本利得税的待遇。如果保尔森利用这些有利条款，就能够在不引起任何公众的质疑、不用交税的条件下出售高盛的股票，将他巨额的个人投资一次兑现。保尔森在两年时间内节省下的个人收入税就达2亿美元。但保尔森没有兴趣分散其投资，也从来没有出售过一股高盛的股票。因此这些“利益”只是假设的。

还有另外一件具有讽刺意味的事情。保尔森虽然曾经鼓励其他人分散投资，留在公司，但他之前从来没有出售过一股高盛的股票。他以他认为被深度低估的150美元的价格出售了他的股票，因为2006年是增长非常强劲的年份，他估计这次出售所选择的时机给他带来的成本高达2亿美元。他也必须清空所持有的大量私募股权——包括价格已经翻了4倍的中国工商银行的巨额头寸。税收对于保尔森不是个问题——他计划将绝大部分资产捐给他的慈善基金会。

慈善事业和公共服务对于高盛非常重要——特别是其校友会——与其他任何团体相比。这非常合理，因为他们取得了巨额财富，一直都是文化、教育、医疗机构的捐款人。并且，没有其他任何组织能够带来如此多的大学信托人、艺术博物馆、基金会、图书馆和医院，这一点给人们留下了非常深刻的印象。高盛提倡服务和奉献，而领导人负责付诸行动。

---

1. “白鞋”（White-shoes），指特权的，亨有特殊地位的。——编者注

2. 福特公司的总裁威廉·福特分到了高盛配售的40万股股票——遭到福特一名股东的诉讼，该股东称此配售是对福特和高盛合作的奖赏，股票利得应归福特公司所有。虽然福特公司委员会认为福特先生行为不当，2004年11月，公司同意解决这个问题，高盛同意支付1340万美元——1000万美元给福特慈善基金（将福特从之前一桩诉讼中解脱出来），其他是律师费用。公司否认有任何过失，称福特先生是他们需要的那种长期投资者。福特立刻将股票售出，将450万美元利润上缴给公司。约翰·索顿是福特公司总监，在霍奇基斯（Hotchkiss）学校曾帮助过福特。（珍妮·安德森，《福特解决高盛上市诉讼案》，《纽约时报》，2004年11月4日，C–4版。）

36 风险控制部主管劳埃德·布兰克费恩

虽然很多合伙人非常头疼如何平衡高盛的代理业务与自营业务的问题，但是劳埃德·布兰克费恩认为这是一次战略性的机遇。在2005年伦敦召开的内部会议中，他表达了这个观点。这是对于弗里德曼和鲁宾时代所提出的战略构想的伟大延伸，在保尔森时代得到了验证，并且可以追溯至格斯·利维时代的套利业务和大宗交易业务。多年以来，高盛公司在客户代理业务与自营投资业务上都做得很好，并且发展均衡。而这一切均建立在对公司客户及公众负责的基础上，发展投资代理业务、投资银行业务、以研究为基础的经纪业务，以及风险管理业务。代理业务与自营业务齐头并进的现象之所以能够持续，是因为自营业务的规模相对较小，大部分时间并未与代理业务冲突。因此到底是选择自营业务还是代理业务一直悬而未决，并且如何达到利润最大化的问题也被搁置起来。

但现在两种业务都发生了变化。代理业务不再增加利润率，为了维持市场份额，公司需要投入更多的资本金，更加冒险。经纪业务佣金率被机构投资者一再挤压，特别是共同基金和养老基金，基金经理们称信托职能的增加及竞争的加剧迫使他们必须在谈判中降低佣金率。商业银行在贷款方面的竞争日趋激烈，它们将贷款证券化后出售给投资者，为争取更多业务机会，竟相压低并购咨询及承销业务的价格，特别是债券承销业务。这种情况持续了几年，虽然交易量增加了，但是仍不能抵消竞争带来的负面影响。

同时，自营业务规模不断扩大，利润率非常可观，因为很少有公司能够参与自营业务的竞争，而且主要的竞争对手都足够聪明，它们不打价格战来破坏这种竞争局面。作为巨大的市场，房

地产已经从私下讨价还价的市场演变为私人交易与公共市场并存的市场。高盛在自营与公开市场两方面的强势得到了发挥。私人交易方式可以利用自有资金进行投资，也可以利用公司管理的基金（向个人投资者以及机构投资者募集资金）进行投资。这两种方式的利润率更高，竞争较少，高盛上市所获得的资金使得合作的规模更大。

高盛公司的竞争者，包括巨型商业银行如花旗银行、摩根大通深蒂固银行、德意志银行、瑞士银行等，不仅通过扩大信贷规模，而且通过承销股票和债券发行、利用信贷关系提供杠杆、获得并购机会等来扩大资产负债表规模。布兰克费恩认为高盛公司在新时代中要作出明确的选择，不然的话早晚会丧失自由选择的机会。分析员们在重复着一个问题："在花旗和摩根大通成为巨人的时代，高盛怎么生存呢？"几乎没有人认为，高盛公司仅仅依靠提供咨询服务的代理业务，就能够成为独树一帜的成功的投资银行。

公司不仅需要作出慎重的选择，还需要快速作出抉择。考虑到金融业的瞬息万变，如果高盛公司要对公司优势作出取舍，那就是立刻，否则永远不会再有机会。

布兰克费恩作出了选择：高盛公司的战略机会——正如他所看到的，公司最迫切的战略——就是成为集咨询、融资，以及投资为一体的投资银行：提供及时的投资建议，致力于提高资本金。《格拉斯–斯蒂格尔法》废除后，投资银行业正在经历着重构的过程：集信贷业务与咨询业务为一体的摩根大通的商业银行模式，再一次成为主流。高盛公司拥有全球最好的金融咨询业务的口碑，但是仅仅提供咨询服务是不够的。客户一直希望投资银行能够为他们的交易提供融资。现在公司必须更加主动使用自有资金，为客户的交易与自营账户提供资金。

正如布兰克费恩有一天在伦敦时提到的，高盛公司拥有悠久的历史，其发展不再依赖于某个人或者某一件事情。凭借全球化的运营模式，多元化业务范围，对于经济、产业及公司的深入了解，广泛的客户关系，以及对于风险的承受力，公司已经形成了

独有的战略。公司每一项优势都是无可比拟的，而统一起来更是不可战胜与不可匹敌的。受益于多年来的发展以及前任者的艰苦努力，高盛公司现在能够自由地使用资本金。

但是失败也是可能的。

当然，如果公司滥用自己的声誉，或者不能参加、理解与管理潜在的冲突，或者不能超越主要的经纪业务竞争对手，公司就会失败。如果公司的战略仍然延续之前的成功经验，全力投入于传统的股票经纪业务，公司也会失败。即使高盛能够保持稳定与顽强，它也会一点点失去它最宝贵的资产，那就是自由选择的权力。利润率的萎缩意味着无法延续华尔街获奖次数最多的雇主的称号。而随着时间的流逝，这意味着无法吸引华尔街最优秀的人才。公司一些优秀的员工已经流向了对冲基金和私人股权公司。众所周知，高盛公司拥有优秀的招聘与培训机制，因此高盛公司的员工被其他公司竞相挖角。并不是每一名员工都喜欢这种夜以继日的高强度工作，因此在公司工作两到三年之后，在获得高额报酬的诱惑下，员工会考虑离开高盛公司。

布兰克费恩告诉他的同事们，未来未必灰暗。还有一种选择——更好的、利润率更高的选择。“我们拥有超凡的资本及投资能力；我们有全球成长最快的资产管理业务；我们通过与数千家公司以及数十家私募股权公司的联系，制定了规范的交易流程；我们了解全球主要金融市场；我们的风险管理能力卓越；我们的员工更有创造力；因此我们能够抓住每一次机会，利用客户以及公司的传统优势，来重塑我们的业务。”假设只能选择一种：公司明智地认为，战略选择要么是经纪业务，要么是自营业务。最优选择是将经纪业务和自营业务结合在一起，打造成一个无法超越的组织。

布兰克费恩解释说：“我们需要继续培育与公司、央行、基金以及投资者的关系，因为他们能提供给我们更多的交易机会，我们还需要尽可能地维护与打造这种优势。保持赢利，以及吸引杰出的人才加入公司，这是非常关键的。代理关系对公司也很重要。但是不要忘记：只有与自营业务结合起来，形成咨询、融资

与投资一体的战略目标才能够帮助我们招聘与留住最优秀的人才，将我们打造成为全球最杰出的投资银行。但是如果我们坚持将公司改造成为纯粹的代理商，我们将会发现，公司不再是行业的领导者，并且会变得一无是处。”

高盛公司关键的区别优势，也是外部人士感到吃惊的地方：公司多元化的业务过于复杂，肯定会带来很多冲突。布兰克费恩称，高盛公司能够包容这些冲突。如市场风险一样，冲突的风险会将众多竞争者隔离开来，但是通过与客户的不断联系，高盛公司将更好地理解冲突并解决冲突。布兰克费恩 (花费了大量时间来解决真实或者潜在的冲突)称：“如果主要的客户——政府、机构投资者、公司，以及富裕的家庭——相信我们对市场的判断，那么我们可以邀请他们一起合作，并分享他们的快乐。”

在发表此番言论的同时，布兰克费恩正在向高盛的最高职位迈进。这是一个漫长、曲折的过程。1978年，在获得哈佛商学院学位后，布兰克费恩又获得了哈佛法学院学位——两个都靠奖学金支持，因为他父亲只是布鲁克林邮政系统一名普通职员——他向高盛递交了求职申请，但是被拒绝了。他在多诺万（Donovan & Leisure）公司工作了一段时间，当猎头打电话向他推荐本润公司的职位之后，他离开了这家律师事务所（被合伙人称为离职后唯一被经常想起的合作伙伴）。布兰克费恩渴望成功，虽然拥有哈佛大学的两个学位，但他认为他的律师生涯仍然受限，并且创造的财富屈指可数。

他希望从事商业管理的工作，并且对市场非常着迷。当得知赫布·科因正在招聘法学院的学生，培训他们解决复杂问题并向客户解释方案时，他接受了在本润的工作。当时多诺万公司的发展已经步入正轨，本润才刚刚起步——几乎可以用荒凉的西部地区来形容。布兰克费恩极具幽默感，并且善解人意，因此很快成为一名优秀的客户服务人员。他非常聪明，凭着流利的口才，开发了很多客户。但最难得的是，他虽然聪明，但却从来不会表现出一丝傲慢。相反，他非常平易近人，因此客户能够倾听他的想法、分析以及判断。他也是一个非常诙谐幽默的人。

当本润公司被收购以后，布兰克费恩自然地成为高盛公司的员工。幸运的是，马克·温克尔曼没有按照鲍勃·鲁宾的建议解雇他，反而鼓励他从销售人员转为交易员。本润的业务触角逐渐延伸到货币、石油以及其他风险更大的交易品种，布兰克费恩也从中得到了锻炼，提升了在公司的威信。

布兰克费恩依然清楚地记得，在早期主要机构投资者不断压缩代理业务佣金率时，他选择了与对冲基金做生意。对冲基金关注于赚钱，而不是节省成本；他们反应迅速，并全力以赴，因此能获得更高的利润率；虽然它们的资产规模小于其他金融机构，但高周转率使得它们在高盛的账户赢利更多。远远好于其他证券公司的是，高盛知道如何在共赢的基础上满足对冲基金的需求。

当嵌套期权产品产生之后，自营业务逐步由承担风险的货币交易扩展到衍生品领域，以及定息产品领域。同时，大型商业银行的竞争压低了投资银行的利润，并对投资银行投入的资本金提出了更高的要求。结果，高盛的传统战略优势迅速减弱，核心利润来源也受到了限制。随着传统代理业务的萎缩，风险自担的自营交易对于公司规模和利润更加重要。公司业务的稳定增长，也渐渐提升了布兰克费恩的人气。

公司超越了一个个竞争对手，布兰克费恩巩固了权力，并显示出非凡的政治才能、客观与公正的判断力、优秀的学习能力、快速的反应能力，以及不畏艰难的开拓力。他与保尔森的合作越来越默契，也清晰地将公司的远景呈现给员工。布兰克费恩具有超凡的远见，他清楚地认识到什么对公司以及高层最重要。他的管理技能非常纯熟，早期的一个同事回忆说：“公司的高层都认为他棒极了。”当本润公司要求每个部门的负责人进行季度业绩评估时，布兰克费恩把这当成一项很重要的任务，非常出色地完成了这个任务，并且打破了常规。而其他部门的人都没有把这个放在心上。

以前的同事称：“在我们眼里，在这些聪明、负责任的年轻专家里面，劳埃德是最出色的。”“他非常聪明，反应敏捷，并且富有幽默感。他的认知和分析能力超人。随着时间的变化，他能

够不断突破自己，改变自己的想法。马克·温克尔曼则有些不同，他不苟言笑，看起来总是很严肃，而劳埃德总是非常幽默。但是这两个人能够完全理解对方，从一开始合作就非常愉快。”

布兰克费恩的理性赢得了尊重，也给高盛的员工带来了恐慌——公司要削减无法创造利润的成本。他在参观一间海外办公室时问：“这些人在干什么？”首先公司不再提供鲜花和新鲜水果，然后免费饮料也没了，紧接着裁掉了20％的员工，然后又裁掉了20％的人。成本不断下降，人员减少——就像是取消供应水果和饮料一样。这些都是成本。

布兰克费恩身边围绕着共事多年、深得他信任的人。由于曾经是一名律师，他喜欢对事情刨根问底。了解他的人说他喜欢接受挑战——不是证明自己是正确的，而是寻求正确答案。其他人却不这么认为。“布兰克费恩非常聪明，他也深知这一点，”前任合伙人说，“他希望下属能够预测市场趋势以及客户需求，并且希望下属知道他想怎么做。劳埃德总是正确的，但是他的集权决策方式让我不能接受，所以我选择了离开。”

布兰克费恩看起来总是处于一种焦灼的状态，“我只是看起来自信而已，实际上我是世界上最没有安全感的人”。他并不是孤军奋战。即使在成就卓然与权力在握的今天，公司10年前为了获得认可而经历过的焦虑以及不安的情绪——进入欧洲或者亚洲市场时，或者推出创新业务时——又隐约出现在公司内。布兰克费恩将高盛的文化总结为：“自信与追求卓越的混合体，充斥着员工忘我工作的不安全感。我们总是害怕客户不再喜欢我们。高盛的员工离开公司很长时间后，在就职于其他商业机构时，仍然经常提起自己曾在高盛工作过。他们为在高盛工作过而感到骄傲。”

理性使得布兰克费恩能够抓住机会，改正公司过去延续下来的习惯性的“小”错误，如将退休的合伙人视为外来者——合伙人令人敬佩的才能陡然变得黯然失色。虽然这可能被理解为野心与不安全感的正常反应，但这也浪费了大量的机会。大部分合伙人在40多岁时发展就受到了限制——而未来20年正是利用他们的

经验、技能，以及人脉的时候，他们能够在任何地方发挥才能——眼见着他们被服务了这么多年的公司抛弃，人们都会感到惋惜。

布兰克费恩采用了汉克·保尔森的做法——与前任合伙人举行年度聚餐，简要陈述公司取得的进步——同时进行了创新。现任的合伙人会与每一个前任合伙人进行面谈，了解他们需要公司为他们做些什么，以及他们希望为公司做些什么。这一举动取得了很好的效果，也提升了相关业务的利润。这种做法还成为松树街领导力培训项目的案例。衣着光鲜的机构投资者抛出的问题经常会惹怒布兰克费恩。其他公司的领导人一般会准备好演讲材料，然后再回答问题，而布兰克费恩会直接切入到问答时段，对具有挑战性的问题作出精彩的解答。

风险是复杂的，令人困惑的。已知与未知的风险并存。风险不能完全被量化。风险管理不是科学，看起来更像是一门艺术，依赖于过往经验与判断。这就是为什么摩根大通公司在扩张信贷业务的同时如此注重风险控制的原因。

现代金融学建立在一个简单假设之上：市场是有效的，市场价格能够反映已知的信息。因此，多元化、整体的投资组合将会显示出“市场有效性”。当然，每个定理都有例外的情况发生——例外的情况反过来能够证明这个定理——因此当进行新产品投资时，投资者应该尽量更加分散化，增强投资组合的安全性——当然也有例外的以及不能预料的小概率事件发生。

过于相信市场的有效性是不理智的。很多情况下，小概率事件会发生。作为高盛审计委员会成员，曾任惠普公司总裁的约翰·布朗尼负责公司的风险管理。布朗尼对高盛对于风险的讨论非常满意，高盛会公开、诚实地告知客户证券业务中复杂的、晦涩难懂的风险，并对风险认识得很透彻。高盛上市后，布朗尼面临的挑战是将“家族式”的合伙人风险管理制度转变为公司制下的正规制度——同时不能失去个人承担警惕风险责任的优势。审计或

风险管理的常见风险是：负责人在相应的岗位上工作时间太久，因为对各位员工非常了解而过于信任或者容忍他们。还有一个风险是，员工们对于新事物的了解通常都要经历由了解不够，到了解足够，再到自以为知道得比做得多这样一个过程。经验丰富的人都知道，像风险价值（VaR）之类的分析模型作为新事物虽然得到了风险管理界的广泛认可，能够发现一般风险，但不能发现“致命的”风险——致命的黑天鹅以六西格玛的概率落到正态分布的“肥尾”上。

几乎每一种风险因素——不管是有害的或是有益的——都在2007年冲击美国及全球经济的次贷危机中显露无遗。在高盛，由16名交易员组成的结构性产品小组负责为住房抵押贷款证券交易市场提供做市功能。交易同时并独立进行，交易员小组成员如果看到了一个比较好的交易机会，或者为完成做市商职责，他们会用公司自有资金，或者作为客户交易的对手完成投资。这些业务是独立的，所有人都认为高盛没有义务告知客户自营业务都在买卖些什么——即使像2007年那样，一边为客户账户在处理买入指令，一边自营账户在卖出。

两年以前，高盛还担任了另外一条业务线，即次级贷款抵押证券的主承销商。因为次级贷款抵押证券只是偶尔进行私下交易，市场上开发了ABX指数，来反映基于贷款违约掉期产品的债券价值。如果抵押贷款支持证券价格下跌，借款人违约，该衍生产品的买方就会获利。衍生品比债券的交易更为活跃，价格随着投资者对抵押贷款违约风险的变化而波动。公司的抵押贷款部门认为ABX指数的推出对交易员是重大利好：公司第一天就赢利了100万美元，但是交易较为清淡，因此公司不得不动用了自有资金参与到大部分交易中去。

2006年12月，戴维·维尼亚，这位备受尊重的加入公司多年的非常镇定的财务总监发表了对于次级贷款的负面看法。[注]他希望公司能够冲销其承销的担保债务凭证（CDO）以及其他结构产品上的多头头寸，卖空部分ABX指数，或者购买违约贷款掉期。当交易员报怨说他们不知道怎么给投资组合定价时，布兰克费恩让他们卖掉了10%的头寸：“这就是市场价格。要按市场价

格计量。”市场如此萎靡，因此公司花了几个月的时间才完全对冲掉公司敞口。2007年2月，公司持有大规模空头头寸，头寸集中在ABX最高风险的部分。注指数也从90快速下跌至60的水平。

2007年4月下旬，贷款抵押部门负责人丹·斯帕克，与乔希·伯恩鲍姆、迈克尔·斯文森两名交易员以及高级经理们召开会议，指出公司高达100亿美元的CDO头寸存在很大的隐患。斯帕克希望公司能够停止承销任何CDO产品，尽可能地卖掉现有头寸，卖空ABX产品。斯帕克的建议得到了采纳。到仲夏时，由于公司削减了大量头寸，自营业务获得了巨额利润——而贝尔斯登旗下的对冲基金破产，市场传言其他公司在CDO上也遭遇了巨额损失。到第三季度，仅仅贷款抵押部门就赚了10亿美元。

业务部门之间相互隔离——并且分开考核——使得公司对于全球机会基金与全球阿尔法基金的亏损反应完全不同。全球机会基金是纯粹的“量化股票策略”基金，全球阿尔法基金是“宏观策略”基金。全球阿尔法基金被认为是高盛资产管理公司的旗舰型产品，两种基金都是数量型基金，都要按照计算机计算出来的交易信号进行交易。它们结合了公司风险管理的技能，以及在全球股票、债券、货币及商品市场上的领导地位。全球阿尔法基金经常被描述为风险厌恶型及保值型基金，其波动率或者风险与标准普尔500指数相似，但是收益率却与标准普尔500指数毫不相关。这只基金创造了良好的业绩，管理的资产规模增长迅速，以至于基金经理提出要限制现金流入，以保护现有基金的高赢利能力。突如其来的是，2007年第三季度的一个星期，全球阿尔法基金损失了30%的市值，全球机会基金下跌得更多。2007年全年，全球阿尔法基金的跌幅为37%。

同样在第三季度，高盛的利润增长了79%。毋庸置疑的是，两只基金的亏损与公司整体赢利强劲增长都与市场对抵押贷款支持债券危机的反应有关，而这要追溯到信贷提供者与监管者的疏忽大意。注

全球阿尔法基金流动性很好，能够通过出售投资，减少债

务。全球机会基金流动性稍逊，因此为了防止进一步亏损，需要立刻投入大量现金，而募集所需资金的时间非常有限。高盛注资20亿美元，从伊莱·布罗德等富人中筹集到了另外10亿美元，部分用做应对迫在眉睫的自身投资。公司财务总监维尼亚解释说："这不是为了应急。我们认为这是一个很好的投资。"并且事实也证明了这一点——在市场低迷时期的投资。第一个月内注入的资金产生了3.7亿美元的利润。

一位合伙人会议说："只有回顾历史，才能让我们认识到真正的风险——自大的风险。当时我们没有认识到风险在悄悄地滋生，因为高盛的那些门外汉已经不再是门外汉了。公司达到了顶峰。我们一直是最好的——最顶尖的学生、最优秀的运动员，以及最出色的领袖。现在我们是最杰出的公司——我们自己认为。自大的情绪开始蔓延。"布兰克费恩也得出了同样的结论："我们不比那些损失惨重的同行们聪明多少，我们不能自满下去。"

虽然全球阿尔法基金与其投资者遭受重挫，公司所承销的证券很不令人满意，但是公司及其投资者依然沉浸在公司持有次贷市场大量空头头寸所带来的巨额利润的喜悦中。虽然有些人质疑公司能否实现公平对待所有客户，高层管理者非常清楚：每条业务线都要尽量完成自己的目标，对自己的客户负责。没有任何一条业务线会维护别人的利益。每条业务线都会以自己的利益为先。

公司致力于为客户寻找解决问题的方案。公司拥有技能丰富、聪明、富有经验的员工，与全球的公司、政府、机构及专家保持密切联系，具有强大的风险管理能力，因此能依赖世界上其他公司所不具有的独特优势，为自有业务及客户的问题发掘解决问题的方案。公司的战略目标是成为全球公认的最好的方案提供商，因此它永远能够第一个接到电话，得到最及时的信息，抓住最好的机会进行创新——并保持高额的利润率。

当代理服务成为商品或者被标准化之后，能够而且致力于成为风险承担者、提供多种市场方案解决者的重要性日益突出——对于利润也是如此。如果通用电气公司10年前遇到了疑难问题，

高盛也会开发出最好的解决方案，赚取1000万美元的佣金。如今，解决不同市场各种需求的知识不断丰富，公司会从几个方面采取行动——纯粹的代理业务、纯粹的自营业务，或者两者兼顾——风险特征多样，合作伙伴的范围更广，可能是很多10年前闻所未闻，并且至今还不为绝大部分竞争对手所知的伙伴。

高盛将自己转型成为广泛独立的金融机构——不依赖于某一种或两种业务，不依赖于单一市场，不依赖于单个公司或者机构的声誉，也不依赖于单项科技。

过去的合伙人解释说："代理业务与承担风险的自营业务并向发展之后，自营业务对公司赢利起到了主要的推动作用。我喜欢过去的高盛，但更尊重新的高盛。对高盛而言，尊重比喜欢要重要得多。"但是另外一位合伙人称："高盛毫无疑问是客户的第一选择，知名度最高，市场份额最大，能够吸引最杰出的人才。公司也一直致力于更好地服务客户。"

但是布兰克费恩独有的危机感，甚至他一贯的偏执个性依然继续。与私有化公司相比，合伙制公司能更自由地选择未来——但是，在全球市场表现不佳或遭受重挫时，很难保持利润的增长。这将限制高盛吸引、激励、留住金融界最优秀人才的优势，也会成为其战略发展的阻碍。

合伙人制度比以往取得了更大的成功，为更多员工提供了更广阔的发展空间，公司将做得越来越好。这就是非凡的、能力超群的、雄心勃勃的人选择加入高盛的原因。这也是布兰克费恩作为高盛的领袖，肩负最艰巨任务的原因。而他的继任者会面临更加艰巨的挑战。

---

1. 戴维·维尼亚曾就读于布朗克斯高级科学联合学校，1980年从哈佛商学院毕业后加入高盛，1992年成为合伙人。他在约翰·塞恩手下工作，1999年被任命为财务总监。

2. 主要产品是ABX 06–2，连接最差等级贷款的证券产品。

3. 次级贷款证券市场的产生和倒塌对原始借款人造成的危害及金融机构承担的巨大损失，生动地提示了在监管者或者政府放松管制时，金融市场是多么不堪一击。次级贷款的影响非常深远。对于大型金融机构造成的伤害——花旗、UBS、美林、摩根士丹利等公司——非常巨大、迅速与明显。虽然家庭受到的伤害有限，但是它摧毁了无数家庭的梦想。

译后记

当此书的译稿已经基本成型，翻译组的成员们正细细回味这个艰苦但是却充满乐趣的过程时，各大媒体正在争相播报伦敦G20金融峰会的消息。镜头前，国家元首们交谈甚欢，一片精诚合作、和谐共赢的景象；镜头后，抗议的人群堵塞了伦敦的街道，苏格兰皇家银行（RBS）总部的茶色玻璃窗早已被愤怒的群众砸得粉碎，有人高举着抗议的标语："银行都是邪恶的！"

果真如此吗？2008年9月21日，美联储批准了高盛和摩根士丹利提出的转为银行控股公司的请求。此举，加上之前雷曼兄弟的破产，美国银行收购美林，以及贝尔斯登的倒闭，意味着华尔街前五大投行已不复存在。它们的终结真的是源于自身的邪恶吗？

不同的人会给出不同的答案，但是我们相信任何读者在阅读本书之后都能看到一家经营有方的投资银行—高盛—是怎样成功避免破产的噩运，并且在整个金融风暴的风口浪尖避免成为众矢之的的。这本书写的是金融机构，其受众群也是金融机构，特别是投资银行。

中国现有的本土投资银行受诸多条件限制，基本上都还没有脱离"靠天吃饭"的证券公司赢利模式。根据我公司常务副总经理程博明先生在《证券业发展思考与案例解析》中的分析，"1993年《中国证券市场年报》中登录的49家证券公司中，到目前仍保留商号的仅有5家；2001年证券公司目录中100家公司，至今保留原商号的仅有33家。初步推测，中国证券公司15年生存率低于30%，中国证券公司10年生存率低于50%，最长寿命为20年。"要打破这个纪录，在中国做成一家百年老店，那么高盛所代表的华尔街专业精神、合规体系、风险控制制度以及投行文化都是十分宝贵的财富，是我们可以借鉴学习的最好的教科书。

本书在纵向上跟踪了高盛的历史发展脉络，从1885年戈德曼与萨克斯家族创设合伙制公司开始讲述；随后由于个人原因导致了原创始家族的分裂；再之后，在公司诸多精英合伙人的通力合作下，最终打造出华尔街的旗舰投行：20世纪早期，它们承担了西尔斯（Sears）以及福特（Ford）等大企业的IPO主承销；在70年代主导了机构大宗交易；80年代主导了固定收益业务和杠杆收购；到90年代已经成为全球金融巨鳄。在描述其成就的同时，作者并没有遗漏任何高盛曾经经历的艰难时刻，其中包括大萧条时期，后续的多次市场大幅下滑，以及多次内幕交易的丑闻。此书最有价值的地方在于，埃利斯把视线延伸到了最近的次贷危机，介绍了高盛是如何在早期就预料到危机的来临，并且巧妙地躲过这次灾难的。

在横向上，读者应该能透过埃利斯的笔触，借助高盛这块棱形镜看到美国社会在不同历史时期的发展状况。从19世纪下半叶开始，作者通过高盛与社会各界的接触，向读者展示了包括政客、企业家、金融从业者，甚至大楼看门人在内的芸芸众生相。当然，在这个过程中，我们看到的更多的是这些人物所代表的机构，上到美国政府，下到机场的报摊。这种著述的方式使得身处金融行业的我们更深切地体会到：金融与社会各行业、各阶层存在着不可分割的紧密联系。同时，我们也体会到金融业的发展有其特定的历史背景，任何滞后于时代发展的公司都避免不了被淘汰的命运，而任何过于激进的创新也势必带来难以驾驭的风险。

此书记述了高盛作为华尔街一流投行的成长历程，其主要内容与之前埃迪里奇撰写的《高盛文化》有很多不谋而合的主题，但是二者的行文风格颇有不同。从马库斯·戈德曼于1869年从事第一笔短期融资券业务到公司目前所取得的成就，埃利斯的描述惟妙惟肖，引人入胜。相比之下，埃迪里奇的著作虽然更为精准，但却略显呆板和枯燥。埃利斯主要通过对人物对话等交互场景的巧妙运用，以及对人物思维、情感的细腻把握表现出一幅幅生动的画面，他自己在后记中将这些元素称为精彩的润色。由于埃利斯本人缺乏在投行业务中的历练，很多董事会激烈的辩论有时会在他的笔下沦为类似家庭柴米油盐式的拌嘴，但是，这本书仍然是对高盛历史的精彩记述。对任何怀着好奇心，想要更深入

接触高盛的人，了解高盛理念的读者来说，此书仍然是一本不可多得的读物。

非常荣幸的是，我们的翻译工作从一开始就得到了领导们的关心和支持，中信集团总经理常振明先生欣然同意担任本书的推荐人，中信证券股份有限公司董事长王东明先生也在百忙中为本书撰写了中文版序言，我们也要感谢中信证券董事会秘书谭宁先生给予的大力支持。

这本书从最早有理念开始，直到最后译稿成型经历了大约半年的时间。这个时间安排一方面是为了能与时事保持一致，一方面也是为了保证我们的翻译质量。翻译组的三位成员在前期分别完成了不同章节的翻译：束宇（第1~9章、第11~13章）、卢青（第10章、第14~25章、第27章）、张玲（第26章、第28~36章）。初稿完成之后，我们在中信证券专业团队的帮助下，对书中涉及业务及运营管理专业操作的部分进行了修改。在此，我们要特别感谢交易与衍生品部汪定国、企业购并部孙垚、债券销售交易部唐赓、投行专家组何亮以及法律部杜鹏等同事给予的鼎力支持。特别值得一提的是，由于译者们都有本职工作需要完成，所以在整个翻译的过程中，总经理办公室和董事会办公室的同事们为我们分担了很多工作，没有他们的支持，这本书的中译本就不可能如此顺利地与读者们见面。

翻译是一种没有标准答案的工作，在翻译的过程中，我们秉承忠实原文的原则，以追求最具可读性为目标，为读者们还原一张张鲜活的面孔，讲述一个个生动的故事。但过程中难免会出现疏漏和不当的地方，我们欢迎读者提出宝贵的意见及建议，希望我们能在回顾历史的同时找到未来的方向。

中信证券股份有限公司

卢青 张玲 束宇

2009年4月2日